ИНВЕСТИЦИИ ПО ОТРАСЛЯМ



Книга 6

ЛИЗИНГОВЫЕ КОМПАНИИ

акции и облигации

Виталий Гурьев

Виталий Гурьев

Лизинговые компании: акции и облигации

https://litres.ru/74748872
SelfPub; 2026

Аннотация

Облигации лизинговых компаний регулярно выходят на рынок и привлекают высокими купонами. Что стоит за этой доходностью? Эта книга объясняет, как устроен лизинговый бизнес: компания покупает технику, транспорт или оборудование, передаёт их клиентам в пользование и зарабатывает на разнице ставок. Вы узнаете, как оценивать качество лизингового портфеля, долю просрочки и изъятого имущества, стоимость фондирования. Мы разберём, почему высокая ключевая ставка опасна и для лизингодателей, и для их клиентов, как отрасль переживает кризисы и чем крупные игроки отличаются от небольших. Вы научитесь отбирать надёжных эмитентов и обходить тех, кто рискует оказаться в дефолте.

AI was used in the preparation of the book.

Содержание

Глава 1. Купон, за которым стоит грузовик 5
Глава 2. Анатомия договора лизинга 26
Глава 3. Почему бизнес выбирает лизинг 47
Глава 4. Рынок лизинга в России 69
Глава 5. Кто стоит за лизинговой компанией 91
Конец ознакомительного фрагмента. 107

Виталий Гурьев
Лизинговые компании: акции и облигации

Эта книга носит исключительно образовательный и информационный характер. Ни одно из её положений не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией, предложением купить или продать какой-либо финансовый инструмент, налоговой или юридической консультацией.

Все герои, примеры, расчёты и ставки в книге вымышлены или приведены для иллюстрации. Упоминания реальных компаний не являются рекламой или оценкой их текущей деятельности. Требования Банка России, правила биржи и налоговые нормы изложены по состоянию на момент написания книги и могут измениться.

Перед любым решением сверяйтесь с актуальными документами эмитента и нормативными актами, а при необходимости консультируйтесь со специалистом. Инвестиции связаны с риском, включая потерю части или всего вложенного капитала, и решения о вложении денег вы принимаете самостоятельно и под свою ответственность.

Глава 1. Купон, за которым стоит грузовик

Вечер вторника, Калуга, однокомнатная квартира на третьем этаже панельного дома. Вера только что вернулась из городской поликлиники, где пятнадцатый год работает экономистом, и сидит на кухне с чашкой чая и телефоном. Через неделю заканчивается её годовой вклад, и банк уже прислал письмо с новой ставкой, заметно ниже прежней. Вера открывает приложение брокера, где у неё лежат облигации федерального займа, и листает список новых размещений. Взгляд цепляется за строчку с незнакомым названием, в котором есть слово «лизинг», и за купон, который на несколько процентных пунктов выше, чем предлагает её банк.

В тот же вечер в Рязани, в двухстах с лишним километрах от Калуги, её племянник Тимур выходит из офиса лизинговой компании с папкой документов под мышкой. Тимуру тридцать четыре года, у него небольшая транспортная фирма с шестью тягачами, и сегодня он подписал договор на седьмой. Новая машина обойдётся в двенадцать миллионов рублей, а у Тимура свободных денег примерно на одну пятую этой суммы. Остальное за него заплатит лизинговая компания, которой он следующие три года будет каждый месяц перечислять заметную часть своей выручки. Тимур садится в

старенький седан, звонит жене и говорит, что машину заберут уже на следующей неделе.

Эти две сцены на первый взгляд никак не связаны. Вера думает о том, куда вложить свои сбережения, а Тимур думает о том, как расширить бизнес и не остаться без оборотных денег. Тем не менее они стоят на двух концах одной и той же цепочки. Деньги Веры, если она купит ту облигацию, попадут к лизинговой компании, компания купит на них тягач и передаст его кому-то вроде Тимура, а платежи Тимура вернутся к Вере в виде купонов. Эта книга о том, что происходит в середине этой цепочки, и о том, как инвестору понять, надёжна ли она.

Если вы хотя бы раз просматривали список облигаций на Московской бирже, вы почти наверняка встречали там лизинговые компании. Они размещают новые выпуски с завидной регулярностью, иногда по несколько раз в год, и среди эмитентов корпоративного долга занимают одно из самых заметных мест по числу выпусков. Особенно много их в сегменте облигаций с повышенной доходностью, где купоны выше, чем у крупных промышленных компаний и тем более у государства. Частный инвестор, который ищет доходность выше вклада, натыкается на них неизбежно.

Причин такой заметности несколько, и все они вытекают из природы бизнеса. Лизинговой компании постоянно нужны деньги, потому что каждый новый договор требует купить технику сегодня, а получить за неё деньги, которые клиент

вернёт только через годы. Чем быстрее компания растёт, тем больше ей нужно занимать, и банков для этого часто не хватает. Облигации позволяют обратиться напрямую к тысячам инвесторов, и для компании среднего размера это нередко самый удобный путь. Отсюда и частые размещения, и щедрые купоны, которыми эмитент привлекает внимание.

Вторая причина носит скорее психологический характер. Бизнес лизинговой компании кажется понятным даже человеку, далёкому от финансов. За облигацией стоят не абстрактные финансовые схемы, а вполне осязаемые грузовики, экскаваторы, легковые машины и станки, которые можно увидеть на дороге или на стройке. Инвестору спокойнее, когда он представляет, на что пошли его деньги. Это ощущение понятности полезно, но оно же иногда усыпляет бдительность, и к этому мы ещё не раз вернёмся.

Третья причина в том, что лизинговые компании действительно платят. Многие из них годами исправно обслуживают свои облигации, гасят выпуски в срок и снова выходят на рынок. Инвестор, который купил несколько таких выпусков и получил все купоны, естественно, проникается доверием к отрасли в целом. Беда в том, что отрасль неоднородна, и рядом с крупными устойчивыми компаниями работают небольшие, которые растут быстро и рискованно. Различать их и есть главное умение, которому посвящена эта книга.

Посмотрим на соблазн, который испытала Вера, через простую арифметику. Допустим, она вкладывает 300 000

рублей в облигацию с купоном девятнадцать процентов годовых вместо вклада под четырнадцать процентов. Разница составляет пять процентных пунктов, то есть 15 000 рублей в год до уплаты налога. За три года набегает 45 000 рублей дополнительного дохода, и это выглядит весьма убедительно для человека, который привык считать каждую тысячу. Именно эту цифру видит инвестор, когда смотрит на строчку с высоким купоном.

Теперь представим другой, куда менее приятный исход. Компания через полтора года перестаёт платить, и после долгой процедуры держатели облигаций получают обратно половину вложенного. Вера к этому моменту успела получить купоны примерно на 85 000 рублей, но теряет 150 000 рублей номинала. Итог трёх лет оказывается отрицательным, хотя на вкладе она за то же время спокойно заработала бы больше 120 000 рублей. Дополнительные 45 000 рублей, которые манили в начале, на деле были платой за риск потерять в несколько раз больше.

Этот расчёт не означает, что от лизинговых облигаций надо держаться подальше. Он означает, что за повышенный купон инвестор берёт на себя вполне определённую работу: понять, насколько велик шанс плохого исхода, и решить, оправдана ли доплата. Если компания устойчива, вероятность дефолта мала, и доплата превращается в честный заработок. Если компания слаба, доплата оказывается мнимой, и никакой купон не покроет потерь. Научиться отличать одно

от другого можно, и именно этим мы займёмся.

Давайте посмотрим на лизинговую компанию с высоты птичьего полёта. По своей сути это посредник между деньгами и техникой. С одной стороны к нему приходят банки и инвесторы, у которых есть деньги и которые хотят получать за них процент. С другой стороны приходят предприниматели, которым нужна техника, но у которых нет денег на её покупку целиком. Лизинговая компания берёт деньги у первых, покупает технику и передаёт её вторым в пользование, а затем получает от них регулярные платежи.

Разница между тем, что платят клиенты, и тем, что сама компания платит своим кредиторам, и составляет её основной заработок. Если клиенты платят в среднем двадцать два процента годовых от стоимости профинансированной техники, а деньги обходятся компании в шестнадцать с половиной процентов, у неё остаётся около пяти с половиной процентных пунктов. Из этой разницы нужно оплатить зарплаты сотрудников, аренду офисов, работу юристов, а также покрыть убытки от тех клиентов, которые перестанут платить. Остаток после всех расходов и налогов и есть прибыль, которая принадлежит акционерам.

Звучит просто, однако за этой простотой скрывается множество деталей. Техника, которую купила компания, остаётся её собственностью до конца договора, и в этом главное отличие лизинга от обычного кредита. Если клиент перестаёт платить, лизинговая компания может забрать предмет и про-

дать его, чтобы вернуть хотя бы часть денег. Насколько это работает на практике, сколько удаётся вернуть и как быстро, мы подробно разберём в девятой и одиннадцатой главах. Пока важно запомнить сам принцип: у лизингодателя есть не только обещание клиента платить, но и вещь, которой он владеет.

Новичку легко принять лизинговую компанию за разновидность банка. Обе структуры занимают деньги и раздают их, обе зарабатывают на разнице ставок, обе боятся неплатежей. Тем не менее различия существенны, и инвестору их стоит понимать с самого начала. Банк привлекает вклады населения, которые застрахованы государством, и поэтому находится под жёстким надзором Банка России с обязательными нормативами капитала и ликвидности. Лизинговая компания вкладов не принимает, и её деятельность регулируется гораздо мягче, о чём подробно пойдёт речь в четвёртой главе.

Отсюда вытекает важное для инвестора следствие. У банка есть строгие внешние правила, которые ограничивают, сколько он может рисковать, и регулярные проверки, которые выявляют проблемы. У лизинговой компании подобные ограничения во многом задаёт само руководство, банки-кредиторы через условия кредитных договоров и инвесторы через условия выпусков облигаций. Это даёт компаниям гибкость, но перекладывает часть работы по контролю на тех, кто им одалживает деньги. Если вы покупаете облигацию ли-

зингодателя, вы и есть один из этих контролёров, хотите вы того или нет.

Отличается лизинговая компания и от обычного производственного предприятия. Завод, который делает упаковку или трубы, зарабатывает на том, что продаёт товар дороже себестоимости. У него есть станки, сырьё, склады готовой продукции, и долг для него лишь один из источников финансирования. У лизингодателя станков нет, а его главный актив — это права требования к клиентам, то есть будущие платежи по договорам. Долг для него не вспомогательный инструмент, а сырьё, из которого делается продукт, поэтому и долговая нагрузка у лизинговой компании всегда выглядит пугающе высокой по меркам промышленности.

Такое промежуточное положение между банком и заводом создаёт путаницу при анализе. Инвестор, привыкший оценивать промышленные компании, видит огромный долг и пугается без причины. Инвестор, привыкший к банкам, ищет нормативы, которых нет, и не находит привычных ориентиров. Правильный взгляд на лизингодателя требует своего набора показателей, и мы будем собирать его постепенно, глава за главой. К концу книги у вас будет собственный список вопросов, который подходит именно к этой отрасли.

У одной и той же лизинговой компании могут быть два разных типа инвесторов, и их интересы совпадают далеко не всегда. Держатель облигаций одолжил компании деньги и хочет одного: чтобы ему вовремя платили купоны и вернули

номинал. Его доход заранее ограничен купоном, и даже если компания заработает рекордную прибыль, он получит ровно столько, сколько обещано. Зато в случае проблем он стоит в очереди кредиторов раньше акционеров. Поэтому облигационер в первую очередь смотрит на устойчивость и запас прочности.

Акционер владеет долей в бизнесе и получает дивиденды и рост стоимости, если дела идут хорошо. Его доход не ограничен сверху, но и снизу его ничто не защищает: при серьёзных проблемах акции могут потерять большую часть стоимости, пока облигации ещё обслуживаются. Акционер хочет, чтобы компания росла, зарабатывала высокую доходность на капитал и щедро делилась прибылью. Облигационер, наоборот, предпочёл бы, чтобы компания росла осторожно, держала побольше капитала и не раздавала деньги, которые могут понадобиться в трудный год.

Представьте, что лизинговая компания решает удвоить портфель за два года, привлекая новый долг. Для акционера это может означать удвоение прибыли и рост котировок. Для облигационера это означает, что компания берёт больше риска, а его купон остаётся прежним. Один и тот же факт читается двумя инвесторами по-разному, и именно поэтому в этой книге мы будем всякий раз смотреть на события с обеих сторон. Акциям лизинговых компаний посвящена девятнадцатая глава, облигациям — семнадцатая, а все главы между ними служат обоим типам инвесторов.

Где же частный инвестор встречается с лизинговой отраслью? Чаще всего, как Вера, через биржевые облигации. Их выпускают и крупные компании, принадлежащие банкам или государству, и средние частные игроки, и совсем небольшие региональные лизингодатели. Диапазон доходностей при этом огромен: от уровня, близкого к государственным облигациям, у самых надёжных, до купонов, которые заметно выше, у небольших и рискованных. Каждый находит здесь бумагу под свой вкус, и в этом одновременно привлекательность и опасность сегмента.

Акции лизинговых компаний встречаются на бирже гораздо реже. Долгие годы публичных лизингодателей в России почти не было, и только в середине 2020-х годов на биржу вышли первые крупные компании отрасли. Выбор для акционера поэтому невелик, а каждая публичная лизинговая компания на виду у аналитиков и инвесторов. Почему так сложилось и как оценивать такие акции, мы разберём в девятнадцатой главе, а пока достаточно знать, что основной поток вложений частных инвесторов в отрасль идёт через долг.

Существуют и косвенные пути в эту отрасль. Многие крупные лизинговые компании принадлежат банкам, и владея акциями банка, инвестор отчасти владеет и его лизинговым бизнесом. Транспортные компании, аграрии и строители активно пользуются лизингом, и их финансовое положение зависит от его условий. Состояние лизинговой отрасли поэтому полезно понимать даже тому, кто никогда не купит

ни одной лизинговой облигации. Лизинг пронизывает экономику глубже, чем кажется по биржевому списку.

Почему отрасль заслуживает отдельной книги именно сейчас? Лизинговые компании оказались в центре внимания после нескольких лет резких колебаний ключевой ставки. Когда деньги дорожают, лизингодатели первыми чувствуют это на себе: их фондирование становится дороже, клиенты откладывают покупки техники, а самые слабые из клиентов перестают платить. Именно в такие периоды на рынке облигаций появляются первые проблемные истории, и именно тогда разница между сильными и слабыми компаниями становится видна всем. Частному инвестору полезно понимать эту механику заранее, а не задним числом.

У этой медали есть и обратная, более приятная сторона. В периоды высоких ставок купоны новых выпусков лизинговых компаний тоже растут, и рынок предлагает доходности, которые выглядят исключительно привлекательно. Тот, кто умеет отличать устойчивого эмитента, может зафиксировать такую доходность на несколько лет вперёд. Тот, кто не умеет, рискует купить бумагу компании, которая не переживёт тот самый период высоких ставок. Понимание отрасли превращает неопределённость из угрозы в возможность.

Наконец, лизинговая отрасль удобна как учебный полигон. На примере лизингодателя хорошо видно, как работают финансовые компании вообще: как они зарабатывают на разнице ставок, почему для них так важен капитал и что про-

исходит, когда заёмщики перестают платить. Освоив анализ лизинговых компаний, вы легче разберётесь и в других финансовых бизнесах. Знания, полученные в этой книге, пригодятся далеко за пределами одной отрасли.

Чтобы не говорить абстрактно, на протяжении всей книги мы будем опираться на две условные компании. Первая называется «Окский лизинг», её головной офис в Калуге, а работает она в нескольких регионах Центральной России и Поволжья. Это компания среднего размера с лизинговым портфелем около сорока миллиардов рублей, она финансирует грузовики, легковые машины, строительную технику, вагоны и оборудование. Именно у неё Тимур взял свой седьмой тягач, и именно её облигация попалась на глаза Вере. Все цифры «Окского лизинга» вымышлены, но подобраны так, чтобы выглядеть правдоподобно для компании такого масштаба.

Вторая условная компания называется «Быстрый лизинг» и находится в Твери. Она гораздо меньше, её портфель не превышает нескольких миллиардов рублей, а растёт она стремительно, почти удваиваясь каждый год. Её клиенты — микробизнес, владельцы нескольких машин такси и небольших грузовиков, а её облигации предлагают купон, от которого у неопытного инвестора загораются глаза. «Быстрый лизинг» будет появляться в книге как противоположность «Окскому», и сравнение двух компаний поможет увидеть, где кончается разумный риск. Любое совпадение названий с

реальными компаниями случайно.

Каждую лизинговую компанию, с которой вы встретитесь, полезно проверять тремя простыми вопросами. Первый вопрос звучит так: откуда она берёт деньги? Ответ на него рассказывает, сколько стоит её фондирование, от кого она зависит и что будет, если источник иссякнет. Компания, которую финансирует крупный материнский банк, живёт иначе, чем компания, которая каждые полгода выпускает новые облигации, чтобы погасить старые. Источникам денег посвящена двенадцатая глава, а связанным с ними рискам — четырнадцатая.

Второй вопрос: кому она отдала эти деньги? Здесь речь идёт о лизинговом портфеле, то есть о совокупности договоров с клиентами. Важно, кто эти клиенты, в каких отраслях они работают, какую технику получили и насколько исправно платят. Портфель из тысяч договоров с перевозчиками и строителями в разных регионах устроен совсем не так, как портфель из десятка крупных сделок с одной группой компаний. Портфелю, технике и неплатежам посвящены главы с восьмой по одиннадцатую.

Третий вопрос: что будет в плохую погоду? Любая лизинговая компания хорошо выглядит, когда экономика растёт, ставки умеренные, а клиенты получают заказы. Настоящая проверка начинается, когда ключевая ставка резко растёт, спрос на технику падает, а часть клиентов перестаёт платить. Сколько убытков компания сможет выдержать, хватит ли ей

капитала и денег на погашение долгов, у кого она займёт в трудный момент? Об этом говорят главы о марже, ликвидности, капитале и кризисах.

Эти три вопроса похожи на то, как опытный водитель осматривает подержанную машину перед покупкой. Он не ограничивается блеском кузова, а смотрит под капот, проверяет историю обслуживания и обязательно делает пробную поездку по разбитой дороге. Высокий купон облигации сродни свежей полировке: он привлекает взгляд, но ничего не говорит о состоянии двигателя. Наша задача в этой книге — научиться заглядывать под капот лизинговых компаний.

Прежде чем двигаться дальше, разберём несколько заблуждений, с которыми новички обычно приходят в эту тему. Первое из них звучит так: лизинг — это просто аренда, и лизинговая компания — что-то вроде пункта проката. Отчасти это правда, ведь юридически лизинг действительно является разновидностью аренды. Тем не менее по экономическому смыслу классический лизинг гораздо ближе к кредиту на покупку техники, потому что в конце договора клиент обычно выкупает предмет, а все платежи рассчитаны так, чтобы вернуть лизингодателю стоимость техники с процентами. Подробно устройство договора мы разберём в следующей главе.

Второе заблуждение связано с купоном. Многим кажется, что высокий купон означает щедрую и успешную компанию, которая может позволить себе платить инвесторам больше

остальных. На деле всё наоборот: высокий купон — это цена, которую компания платит за риск, который видят в ней инвесторы. Крупная устойчивая лизинговая компания может занимать дешевле, потому что ей доверяют, а небольшая и малоизвестная вынуждена доплачивать. Купон отражает не щедрость эмитента, а его кредитное качество, и чем он выше, тем внимательнее стоит изучать компанию.

Третье заблуждение касается клиентов лизинговых компаний. Распространено мнение, что лизингом пользуются только слабые компании, которым не дают кредит в банке. Среди клиентов лизингодателей действительно много небольших фирм с короткой историей, но лизингом активно пользуются и крупные перевозчики, авиакомпании, железнодорожные операторы, промышленные холдинги. Для них лизинг не вынужденная мера, а удобный инструмент со своими налоговыми и организационными плюсами, которые мы обсудим в третьей главе. Клиентская база лизинговых компаний гораздо разнообразнее, чем кажется со стороны.

Давайте ненадолго вернёмся к Вере и её кухонному столу. Она сделала то, что делают многие начинающие инвесторы: увидела высокий купон и почти нажала кнопку покупки. Остановило её только то, что сумма была ощутимой, а название компании ничего ей не говорило. Вера решила сначала разобраться, кто такие лизинговые компании, и позвонила Тимуру, вспомнив, что тот недавно рассказывал о лизинге на семейном празднике. Разговор затянулся на час, и к его

концу Вера поняла, что знает о предмете гораздо меньше, чем думала.

Тимур рассказал ей о лизинге со своей стороны, со стороны клиента. Он объяснил, почему выбрал лизинг вместо банковского кредита, сколько платит каждый месяц и что будет, если он перестанет платить. Он упомянул, что лизинговая компания проверяла его почти неделю, запрашивала отчётность и выписки по счетам, интересовалась его клиентами. Он также признался, что его знакомый перевозчик в прошлом году лишился двух машин, когда не смог платить. Вера слушала и понимала, что каждая такая история влияет на то, вернут ли ей её деньги.

Больше всего Веру удивило, как Тимур относится к своей лизинговой компании. Для него это не безликий финансовый институт, а партнёр, от которого зависит, сможет ли он расширять бизнес дальше. Он сравнивал условия трёх лизингодателей, выбирал не самый дешёвый вариант, а тот, где быстрее одобрили сделку и обещали помочь с регистрацией машины. Он знал по именам менеджера и сотрудника, который проверял его документы. Вера поймала себя на мысли, что Тимур знает о лизинговой компании больше, чем многие её инвесторы.

В этом наблюдении скрыт полезный урок. Клиенты лизинговой компании видят её работу каждый день: насколько быстро она принимает решения, насколько гибко ведёт себя при задержке платежа, насколько жёстко забирает технику у

должников. По отзывам клиентов, по объявлениям о продаже изъятой техники, по разговорам на отраслевых площадках можно узнать о компании то, чего нет в отчётности. Инвестору, у которого есть знакомые предприниматели, стоит иногда спросить их мнение о лизингодателе, облигации которого он собирается купить. Такой разговор не заменит анализа цифр, но может подсказать, куда в этих цифрах смотреть внимательнее.

Этот разговор задал тон их общению на всё время, пока Вера изучала отрасль. Тимур будет появляться в книге как человек, который видит лизинг изнутри, со стороны предпринимателя, оплачивающего каждый месяц счета за технику. Вера будет учиться смотреть на ту же отрасль глазами инвестора, читать отчётность, сравнивать выпуски и задавать неудобные вопросы. Вместе они дают объёмную картину, которой не хватает обычным аналитическим обзорам. Вы, скорее всего, узнаете себя в одном из них, а может быть, и в обоих.

Что вам понадобится для работы с этой книгой? Прежде всего отчётность лизинговых компаний, которые вас интересуют. Компании, выпустившие облигации, обязаны раскрывать отчётность, и найти её можно на сайте самой компании и на сервисах раскрытия информации, которые аккредитованы Банком России. Как устроена отчётность в целом, подробно рассказано в книге серии о фундаментальном анализе, а особенностям отчётности именно лизингодателей по-

священа седьмая глава этой книги. Для начала достаточно научиться находить годовую и полугодовую отчётность нужной компании.

Второй важный источник — пресс-релизы рейтинговых агентств. Большинство лизинговых компаний, выходящих на биржу, получают кредитный рейтинг, и агентство, присваивая или подтверждая его, публикует обоснование. В этих текстах коротко и по делу описаны сильные и слабые стороны компании: качество портфеля, капитал, фондирование, зависимость от акционера. Для частного инвестора это бесплатный и довольно подробный анализ, который стоит читать до покупки облигаций. Как устроены рейтинги и чего от них ожидать, мы поговорим в семнадцатой главе.

Третий источник, о котором знают немногие, — Единый федеральный реестр сведений о фактах деятельности юридических лиц, который в обиходе называют Федресурсом. Лизинговые компании обязаны публиковать в нём сведения о заключённых договорах лизинга, и по этим публикациям можно составить представление о том, кому и что компания передаёт. Там же появляются сообщения о расторжении договоров, о намерении обратиться в суд с заявлением о банкротстве и другие тревожные сигналы. Для небольших эмитентов, которые раскрывают о себе немного, это иногда самый честный источник сведений.

Четвёртый инструмент вы создадите сами. Речь идёт о простой таблице, в которую вы будете заносить ключевые

показатели каждой изучаемой компании: размер портфеля, долю проблемных договоров, капитал, стоимость фондирования, ближайшие погашения долга. Такая таблица дисциплинирует и позволяет сравнивать компании между собой, а не судить о каждой по отдельности. Её устройство мы подробно разберём в седьмой главе, когда научимся читать отчётность. Пока заведите пустой файл и назовите его так, как вам нравится.

Маршрут книги выстроен от простого к сложному. Во второй и третьей главах мы разберём, как устроен договор лизинга и почему бизнес его выбирает, в четвёртой и пятой познакомимся с рынком и с теми, кто владеет лизинговыми компаниями. Шестая глава посвящена экономике одной сделки, а с седьмой по одиннадцатую мы будем учиться читать отчётность и оценивать портфель, технику, неплатежи и изъятия. С двенадцатой по пятнадцатую речь пойдёт о деньгах компании: фондировании, марже, ликвидности и капитале. Завершают книгу главы о кризисах, облигациях, дефолтах, акциях и будущем отрасли.

Важно сказать и о том, чего в этой книге не будет. Здесь вы не найдёте рекомендаций купить облигации или акции конкретной реальной компании. Причин тому две: во-первых, ситуация в отрасли меняется быстрее, чем пишутся книги, а во-вторых, решение о вложении денег зависит от ваших целей, горизонта и отношения к риску, которые знаете только вы. Все цифры по условным компаниям и все примеры

с героями вымышлены и служат иллюстрацией. Когда речь заходит о ключевой ставке, мы используем гипотетические уровни, а не её текущее значение.

Не будет здесь и подробного пересказа общих основ инвестирования, которые разобраны в других книгах серии. Если вам незнакомы понятия вроде мультипликаторов или дисконтированных денежных потоков, вы найдёте их в книге о фундаментальном анализе. Банковской отрасли и финансовым компаниям за пределами банков посвящены отдельные книги серии, и мы будем ссылаться на них по необходимости. Эта книга сосредоточена на том, что отличает лизинговые компании от всех остальных.

Сколько времени понадобится, чтобы освоить материал? Опыт показывает, что разумный ритм — одна глава в несколько дней, с паузами, чтобы применить прочитанное к реальной компании. После седьмой главы имеет смысл скачать отчётность одной-двух лизинговых компаний, облигации которых вам встречались, и пройтись по ним с карандашом. Не торопитесь покупать до того, как дочитаете главы о ликвидности, капитале и дефолтах. Деньги, которые вы сэкономите, избежав одной неудачной покупки, окупят время, потраченное на чтение, много раз.

Наконец, немного о том, чего стоит ожидать от лизинговых облигаций и акций в целом. Это не волшебный способ получать высокий доход без риска, но и не опасная экзотика, от которой надо держаться подальше. Это вполне нормаль-

ный сегмент рынка с понятной экономикой, в котором есть и надёжные компании, и рискованные. Инвестор, который понимает отрасль, может получать здесь доходность выше государственных облигаций, принимая разумный и осознанный риск. Инвестор, который покупает вслепую, рано или поздно столкнётся с дефолтом, как это случалось со многими.

Вера в тот вечер так и не купила облигацию. Вместо этого она открыла новую вкладку браузера и нашла сайт «Окского лизинга», где обнаружила раздел для инвесторов с отчётностью и презентациями. Она пролистала годовую отчётность и почти сразу запуталась в терминах вроде «чистые инвестиции в лизинг» и «удорожание». Вера решила, что сначала надо понять, как устроен сам договор лизинга, а потом уже читать отчёты. Это было разумное решение, и мы последуем её примеру.

Подведём итог всему, что мы обсудили в первой главе. Лизинговые компании заметны на рынке облигаций, потому что им постоянно нужны деньги для роста, их бизнес кажется понятным, а купоны часто выше среднего. По своей сути лизингодатель — посредник, который берёт деньги у кредиторов, покупает технику и передаёт её клиентам, зарабатывая на разнице ставок и оставаясь собственником предмета. От банка его отличает мягкое регулирование и отсутствие вкладов, от завода — то, что долг для него служит сырьём. Облигационер и акционер смотрят на одну компанию по-

разному, и мы будем учитывать оба взгляда, задавая три вопроса: откуда деньги, кому они отданы и что будет в плохую погоду.

Тимур в эти дни ждёт свой тягач и перечитывает договор, который подписал, не слишком вникая в детали. В нём несколько десятков страниц, график платежей, условия страхования и пункты о том, что будет при просрочке. Каждый из этих пунктов влияет не только на Тимура, но и на тех, кто дал «Окскому лизингу» деньги, включая, возможно, и Веру. В следующей главе мы откроем этот договор вместе с Тимуром и разберёмся, из чего состоит сделка лизинга и сколько она стоит на самом деле.

Глава 2. Анатомия договора лизинга

Офис «Окского лизинга» в Рязани занимает половину второго этажа бизнес-центра на окраине города, рядом с крупной автомобильной развязкой. Тимур приехал туда к десяти утра и просидел в переговорной почти два часа. На столе перед ним лежали три стопки бумаг, и менеджер по имени Кирилл терпеливо объяснял, где и что нужно подписать. Первая стопка была договором купли-продажи тягача, вторая — договором лизинга с графиком платежей, третья — полисом страхования и набором дополнительных соглашений. Тимур подписывал, кивал и думал о том, что раньше покупать машины было проще.

Раньше Тимур действительно покупал технику иначе. Первые два тягача он взял подержанными за собственные деньги, накопленные за несколько лет работы водителем, а следующие четыре купил в кредит в банке. Каждый раз схема была понятной: есть продавец, есть покупатель, есть деньги, которые переходят от одного к другому. В лизинге же в сделке появился третий участник, и это поначалу сбивало его с толку. Почему договор купли-продажи заключает не он, а лизинговая компания, хотя машину выбирал именно он?

Ответ на этот вопрос лежит в самой конструкции лизин-

га, и инвестору её стоит понимать не хуже, чем предпринимателю. В любой классической лизинговой сделке участвуют три стороны. Продавец, обычно дилер или производитель техники, продаёт предмет лизинга. Лизингодатель, то есть лизинговая компания, покупает этот предмет за свои деньги и становится его собственником. Лизингополучатель, то есть клиент вроде Тимура, получает предмет во временное владение и пользование и платит за это лизинговые платежи.

Отсюда и два основных договора, которые лежали перед Тимуром. Договор купли-продажи связывает продавца и лизингодателя: дилер передаёт тягач, лизинговая компания платит за него деньги. Договор лизинга связывает лизингодателя и лизингополучателя: компания передаёт тягач Тимуру, Тимур платит ей по графику. При этом закон допускает, что сам продавец передаёт технику напрямую лизингополучателю, минуя лизинговую компанию физически, хотя юридически собственником становится именно она. Тимур забрал машину прямо в дилерском центре, но в паспорте транспортного средства собственником значится «Окский лизинг».

Правовая основа лизинга в России опирается на два документа. Гражданский кодекс выделяет финансовую аренду в отдельный параграф главы об аренде, а подробности регулирует федеральный закон «О финансовой аренде (лизинге)», принятый в 1998 году. Закон определяет, что может быть предметом лизинга: практически любые непотребляе-

мые вещи, используемые для предпринимательской деятельности, кроме земельных участков и других природных объектов. Тягачи, станки, самолёты, вагоны, здания и офисная техника — всё это может стать предметом лизинга. Как и любые правовые нормы, правила лизинга со временем меняются, поэтому детали стоит сверять с актуальной редакцией.

Важная особенность лизинга закреплена прямо в Гражданском кодексе: продавца и конкретное имущество обычно выбирает сам лизингополучатель. Лизинговая компания не решает, какой тягач нужен Тимуру, она лишь финансирует его выбор. Из этого следует, что ответственность за выбор техники и продавца лежит на клиенте, и если тягач окажется с заводским браком, претензии Тимур будет предъявлять дилеру напрямую. Лизингодатель выступает финансистом, а не торговцем техникой, и это разделение ролей важно для понимания его рисков.

Чтобы понять суть лизинга, полезно сравнить его с хорошо знакомой многим ипотекой. Когда вы покупаете квартиру в ипотеку, вы становитесь её собственником сразу, но квартира находится в залоге у банка до полного погашения кредита. Если вы перестанете платить, банку придётся через суд обращать взыскание на заложенную квартиру, и процедура эта долгая. В лизинге всё наоборот: собственником остаётся лизинговая компания, а клиент лишь пользуется вещью до тех пор, пока не выплатит всё и не выкупит её. Представьте ипотеку, в которой квартира до последнего платежа

записана на банк, а вы живёте в ней на правах нанимателя.

Такая конструкция даёт лизингодателю сильную позицию. Ему не нужно доказывать в суде своё право на технику, потому что право собственности и так принадлежит ему. При серьёзном нарушении договора он может расторгнуть его и потребовать вернуть предмет, а вернуть свою вещь гораздо проще, чем взыскать заложенную чужую. Именно поэтому лизинговые компании готовы работать с клиентами, которым банк отказал бы в кредите. Как эта сильная позиция работает на практике и где у неё пределы, подробно разобрано в одиннадцатой главе.

Теперь откроем сам договор лизинга и посмотрим на его ключевые параметры. Первый из них — аванс, который клиент платит лизинговой компании в начале сделки. Обычно аванс составляет от десяти до тридцати процентов стоимости предмета, а для рискованных клиентов или трудно продаваемой техники может быть и выше. Тимур внёс двадцать процентов, то есть 2 400 000 рублей из двенадцати миллионов. Остальные 9 600 000 рублей лизинговая компания заплатила дилеру из своих средств, и именно эту сумму Тимур будет ей возвращать с процентами.

Размер аванса заметно меняет жизнь клиента. При тех же двенадцати миллионах, сроке и ставке, но авансе в десять процентов, финансировать пришлось бы 10 800 000 рублей, и ежемесячный платёж вырос бы примерно до 423 700 рублей. При авансе в тридцать процентов финансирование со-

кратилось бы до 8 400 000 рублей, а платёж упал бы примерно до 329 600 рублей. Разница между крайними вариантами превышает девяносто тысяч рублей в месяц, а для небольшого перевозчика это зарплата двух водителей. Тимур выбрал середину: отдал столько, сколько мог, не оставляя бизнес без оборотных денег.

Аванс для клиента — это всегда компромисс между двумя страхами. Внести слишком мало значит обречь себя на тяжёлые платежи, которые съедят выручку в плохой месяц. Внести слишком много значит остаться без денег на топливо, ремонт и зарплаты, если заказчик задержит оплату. Опытные предприниматели обычно держат в резерве сумму, равную нескольким лизинговым платежам, и только остаток направляют на аванс. Как аванс выглядит с другой стороны стола, для самой лизинговой компании, мы подробно обсудим в шестой главе.

В рекламе иногда встречаются предложения лизинга без аванса или с авансом в символический один процент. Такие условия выглядят заманчиво для клиента, но за ними почти всегда стоит более высокая ставка, жёсткие требования к самому клиенту или поддержка производителя, который хочет продать свою технику любой ценой. Для инвестора доля сделок с нулевым или минимальным авансом в портфеле лизинговой компании — заметный сигнал. Чем меньше собственных денег клиент вложил в технику, тем легче ему расстаться с ней в трудный момент, перестав платить.

Второй важный параметр сделки — срок договора. Для легковых автомобилей и грузовиков типичный срок составляет от двух до пяти лет, для спецтехники и оборудования он может быть таким же или длиннее, для вагонов, самолётов и недвижимости растягивается на десять лет и более. Срок обычно связан со сроком полезного использования техники: лизингодатель старается, чтобы договор закончился задолго до того, как предмет окончательно изношен. Тимур взял договор на тридцать шесть месяцев, и к его концу тягач будет ещё вполне рабочей машиной. Для перевозчика это удобный баланс между размером платежа и скоростью выкупа.

Третий параметр договора — это график платежей. Чаще всего платежи равные, их называют аннуитетными, как в привычном потребительском кредите. Бывают и убывающие графики, когда в начале клиент платит больше, а в конце меньше, и сезонные, подстроенные под бизнес клиента. Аграрию, например, удобно платить крупные суммы после уборки урожая и почти ничего весной, когда деньги уходят на посевную. У Тимура график аннуитетный, и каждый месяц он платит одинаковую сумму.

Убывающий график тоже встречается нередко, и у него есть своя логика. Новая техника работает без поломок и приносит больше денег в первые годы, а к концу срока требует ремонта и простаивает чаще. Если платежи в начале выше, клиент быстрее гасит долг, и через год-два его задолженность оказывается заметно меньше рыночной стоимости ма-

шины. Лизинговой компании такой график выгоден, потому что снижает её риск в самый уязвимый период. Клиенту он тяжелее в начале, зато к концу договора освобождает деньги для следующей покупки.

Сезонный график требует от лизинговой компании особого понимания бизнеса клиента. Допустим, фермер берёт в лизинг комбайн и договаривается платить основную часть суммы в сентябре и октябре, когда продаёт урожай, а в остальные месяцы вносить небольшие платежи. Если урожай окажется плохим или цены на зерно упадут, крупный осенний платёж окажется под угрозой. Получается, что лизингодатель частично разделяет с аграрием погодный и ценовой риск. Поэтому у компаний, специализирующихся на сельском хозяйстве, просрочка нередко имеет ярко выраженную сезонность.

Четвёртый параметр — выкупная стоимость, то есть сумма, которую клиент платит в конце договора, чтобы стать собственником предмета. В российской практике выкупная стоимость часто символическая, например одна тысяча рублей, потому что основная стоимость техники уже включена в лизинговые платежи. В некоторых договорах выкупной платёж больше и составляет заметную долю стоимости, тогда ежемесячные платежи соответственно ниже. У Тимура выкупная стоимость символическая, и по окончании трёх лет тягач перейдёт в его собственность за тысячу рублей.

Теперь посчитаем, сколько именно платит Тимур. Лизин-

говая компания профинансировала 9 600 000 рублей и закладывает в договор доходность около двух процентов в месяц, что в пересчёте на год даёт примерно двадцать четыре процента годовых. Аннуитетный платёж при таких условиях на тридцать шесть месяцев составляет около 376 600 рублей в месяц. Проверить это можно на любом кредитном калькуляторе, задав сумму, срок и месячную ставку. Именно эта цифра стоит в графике, который Тимур положил в папку.

Из чего состоит этот ежемесячный платёж? С точки зрения закона лизинговый платёж включает возмещение лизингодателю затрат на покупку предмета, плату за пользование деньгами и вознаграждение за его услуги. Если лизинговая компания оплачивает страховку, регистрацию или другие услуги, их стоимость тоже может входить в платёж. Кроме того, в сумму обычно включён налог на добавленную стоимость, потому что лизинговые услуги облагаются им по общей ставке, которая с 1 января 2026 года составляет двадцать два процента вместо прежних двадцати. В графике Тимура эти составляющие не разделены, он видит одну цифру, но в бухгалтерии лизинговой компании каждый платёж раскладывается на возврат основной суммы и процентный доход.

Помимо самого договора лизинга, Тимур подписал согласие с общими условиями, которые лизинговые компании обычно называют правилами лизинга. Это объёмный документ на несколько десятков страниц, который одинаков для

всех клиентов компании и к которому отсылает индивидуальный договор. Именно в правилах прописано, что считается нарушением, какие штрафы и пени начисляются за просрочку, в каких случаях компания вправе расторгнуть договор и как рассчитываются стороны после изъятия. Клиенты почти никогда не читают правила до конца, а напрасно. Для инвестора правила лизинга тоже интересны, потому что показывают, насколько хорошо компания защищена юридически.

Отдельный риск, о котором Тимур узнал уже после подписания, связан с поставкой. Лизинговая компания перечисляет дилеру деньги, нередко ещё до того, как техника физически передана клиенту. Если дилер окажется недобросовестным или обанкротится, не отгрузив машину, лизинговая компания рискует остаться без денег и без техники. Обычно договор возлагает этот риск на клиента, раз именно он выбирал продавца, но на практике спор может затянуться. Поэтому крупные лизингодатели работают с проверенными поставщиками и внимательно следят за суммой авансов, выплаченных дилерам.

За три года Тимур заплатит тридцать шесть раз по 376 600 рублей, то есть примерно 13 560 000 рублей. Если прибавить к этому аванс в 2 400 000 рублей, полная стоимость тягача для него составит около 15 960 000 рублей. Разница со стоимостью машины у дилера равна почти 3 960 000 рублей, и это и есть та сумма процентов, которую получит лизинго-

вая компания за то, что дала Тимуру деньги на три года. Из неё ей предстоит заплатить своим кредиторам, покрыть свои расходы и, если повезёт, заработать прибыль.

Интересно посмотреть, как меняется долг Тимура перед лизинговой компанией со временем. Через год от 9 600 000 рублей останется около 7 120 000, через два года — около 3 980 000, а к концу третьего года долг обнулится. В первые месяцы большая часть платежа уходит на проценты, а погашение основной суммы идёт медленно, и только ближе к концу картина меняется. За первый год Тимур заплатит процентами около 2 040 000 рублей, то есть больше половины всех процентов за весь срок. Эта неравномерность пригодится нам позже, когда мы будем говорить о том, как защищена лизинговая компания в разные моменты договора.

Теперь переходим к самому интересному месту договора. В рекламе лизинговых компаний и в разговорах предпринимателей часто звучит понятие удорожания. Удорожание показывает, на сколько процентов сумма всех платежей клиента превышает стоимость предмета. В случае Тимура оно составляет 3 960 000 рублей к двенадцати миллионам, то есть около тридцати трёх процентов за три года. Разделив на три, получаем примерно одиннадцать процентов в год, и эта цифра звучит вполне скромно.

Одиннадцать процентов в год выглядят намного привлекательнее, чем двадцать четыре, хотя речь идёт об одном и том же договоре. Секрет в том, что удорожание считается от

полной стоимости техники за весь срок, хотя на самом деле долг Тимура с каждым месяцем уменьшается. Аванс он заплатил своими деньгами, поэтому на эти 2 400 000 рублей никакие проценты не начисляются, однако в удорожании они сидят в знаменателе. Кроме того, к концу срока долг почти погашен, а удорожание по-прежнему делит переплату на полную стоимость машины. В результате удорожание систематически занижает реальную цену денег примерно вдвое.

Этот эффект хорошо знаком тем, кто когда-то брал потребительский кредит с «переплатой всего десять процентов в год». Если вы занимаете 100 000 рублей на год и возвращаете их равными частями, то в среднем за год пользуетесь лишь половиной этой суммы. Переплата в 10 000 рублей при таком графике соответствует ставке почти восемнадцать процентов годовых, а не десять. С лизингом работает та же логика, только к ней добавляется аванс, который ещё сильнее искажает картину. Удорожание удобно для рекламы, но для расчёта настоящей стоимости денег не годится.

Для сравнения разных предложений правильнее использовать эффективную ставку, то есть такую ставку, при которой сумма всех будущих платежей, приведённых к сегодняшнему дню, равна сумме финансирования. Для договора Тимура это примерно два процента в месяц, или двадцать четыре процента годовых в простом пересчёте. Если учесть ежемесячное начисление процентов на проценты, эффективная годовая ставка окажется около двадцати семи про-

центов. Именно такую доходность, а не одиннадцать процентов, получает лизинговая компания на деньги, вложенные в этот договор, до вычета своих расходов.

Почему это важно инвестору, а не только Тимуру? Когда вы читаете отчётность лизинговой компании или её презентацию, вы встречаете показатели доходности портфеля, и они всегда рассчитываются по эффективной ставке, а не по удорожанию. Если вы держите в голове рекламные одиннадцать процентов, вам будет казаться, что лизингодатель зарабатывает меньше, чем платит своим кредиторам по облигациям, и вся конструкция покажется бессмысленной. На деле доходность договоров у большинства компаний заметно выше стоимости их долга. Понимание этой разницы избавляет от многих недоразумений при чтении отчётов.

Вернёмся к третьей стопке документов, которую подписывал Тимур. Это страхование, и в лизинге ему уделяют особое внимание. Предмет лизинга почти всегда страхуется от угона и повреждений, то есть по полису каско, а для транспорта ещё и по обязательному страхованию ответственности. Выгодоприобретателем по каско обычно назначается лизинговая компания, ведь это её собственность. Если тягач Тимура сгорит или его угонят, страховое возмещение пойдёт в первую очередь на погашение его долга перед «Окским лизингом».

Кто платит за страховку, определяется договором. Часто её оплачивает лизинговая компания и включает стоимость

в лизинговые платежи, иногда клиент страхует предмет сам в согласованной с лизингодателем страховой компании. Закон при этом устанавливает важное правило: риск случайной гибели или порчи предмета лизинга переходит к лизингополучателю с момента передачи, если договор не предусматривает иного. Это значит, что если тягач пострадает, Тимур всё равно будет обязан платить по графику. Именно поэтому страховка защищает обе стороны, а для лизинговой компании служит важной частью защиты от потерь.

С налогами и регистрацией тоже есть свои тонкости. Транспортное средство регистрируется в Госавтоинспекции либо на лизингодателя, либо на лизингополучателя, и этот вопрос решается договором. Чаще машину регистрирует на себя клиент, тогда и транспортный налог платит он. Имущество, которое числится на балансе, может облагаться налогом на имущество, если оно к нему относится, и здесь тоже важно, у кого из сторон оно учитывается. Детали налогообложения регулярно меняются, поэтому и Тимуру, и инвестору стоит сверяться с актуальными нормами.

Вопрос о том, на чьём балансе учитывается предмет лизинга, исторически имел большое значение. Закон позволял сторонам договориться, кто будет учитывать имущество у себя, и от этого зависели налоги и амортизация. С переходом на новые правила бухгалтерского учёта аренды картина в бухгалтерской отчётности сблизилась с международной практикой, где лизингополучатель отражает у себя право

пользования предметом и обязательство по платежам. Для налогового учёта по-прежнему важно, как стороны договорились в договоре. Как это выглядит в отчётности самой лизинговой компании, мы подробно разберём в седьмой главе.

Всё, о чём мы говорили до сих пор, относится к финансовому лизингу, самому распространённому виду в России. Его признаки понятны: срок договора близок к сроку службы техники, платежи покрывают почти всю её стоимость с процентами, а в конце клиент выкупает предмет. Риски, связанные с владением, фактически несёт клиент, а лизинговая компания выступает прежде всего финансистом. По экономическому смыслу это кредит, оформленный через право собственности, и именно так его видят аналитики и рейтинговые агентства.

Существует и другой вид, который называют операционным лизингом или операционной арендой. Здесь лизинговая компания сдаёт технику на срок, заметно меньший срока её службы, и по окончании договора забирает её обратно. Клиент не собирается выкупать предмет, он просто пользуется им определённое время, а затем возвращает. Лизинговая компания после этого сдаёт технику следующему клиенту или продаёт её на вторичном рынке. Так устроена, например, аренда самолётов у крупных мировых лизингодателей или аренда легковых автомобилей с обслуживанием для корпоративных автопарков.

Для инвестора разница между двумя видами существен-

на. В финансовом лизинге главный риск лизингодателя — неплатёж клиента, а техника служит обеспечением. В операционном лизинге к этому добавляется риск остаточной стоимости: компании нужно угадать, сколько будет стоить техника через три или пять лет, когда она вернётся. Если рынок подержанной техники обвалится, операционный лизингодатель потеряет деньги, даже если все клиенты платили исправно. Операционная модель требует глубокого понимания рынка техники и обычно встречается у крупных и опытных игроков.

Посмотрим на риск остаточной стоимости на простом примере. Допустим, компания покупает легковой автомобиль за три миллиона рублей и сдаёт его корпоративному клиенту на три года, рассчитывая, что потом продаст машину за полтора миллиона. Платежи клиента рассчитаны так, чтобы покрыть разницу в полтора миллиона, проценты и расходы на обслуживание. Если через три года подержанные автомобили подешевеют и машину удастся продать только за миллион двести тысяч, триста тысяч рублей убытка лягут на лизинговую компанию. При тысячах таких машин ошибка прогноза на десять-двадцать процентов способна съесть годовую прибыль.

Ещё одна разновидность сделки, которая часто встречается в отчётности лизинговых компаний, — возвратный лизинг. Его схема на первый взгляд выглядит странно: компания продаёт своё собственное имущество лизингодателю и

тут же берёт его обратно в лизинг. Закон прямо допускает такую конструкцию, где продавец и лизингополучатель совпадают в одном лице. Предприятие продолжает пользоваться своими станками или зданием, а взамен получает живые деньги, которые может пустить на развитие бизнеса или погашение долгов.

Возвратный лизинг удобен, когда у компании много имущества, но мало оборотных средств. По сути это способ занять деньги под залог собственного имущества, только оформленный через переход права собственности. Для лизинговой компании такие сделки нередко рискованнее обычных, потому что клиент приходит не за новой техникой для роста, а за деньгами, которые ему срочно нужны. Кроме того, оценка уже бывшего в употреблении имущества сложнее, а его рыночная стоимость может оказаться ниже указанной в договоре. Высокая доля возвратного лизинга в портфеле — повод внимательнее присмотреться к клиентам компании.

Наконец, посмотрим, как договор лизинга заканчивается. Самый обычный сценарий — клиент вносит все платежи по графику, платит выкупную стоимость, и право собственности на предмет переходит к нему. Лизинговая компания подписывает акт о переходе права собственности, и техника переоформляется на нового владельца. Для лизингодателя это благополучное завершение сделки: деньги возвращены с процентами, обязательства сторон исполнены. Именно на такой исход рассчитан каждый договор.

Второй возможный сценарий — это досрочный выкуп. Если дела у клиента идут хорошо, он может захотеть погасить долг раньше срока, чтобы сэкономить на процентах. Обычно договор позволяет это сделать, выплатив оставшуюся основную сумму долга и иногда небольшую комиссию за досрочное прекращение. Допустим, Тимур через два года получит крупный контракт и решит выкупить тягач досрочно: ему придётся заплатить около 3 980 000 рублей остатка долга плюс возможную комиссию. Для лизингодателя досрочный выкуп означает, что деньги вернулись раньше, и их нужно снова куда-то разместить.

Третий сценарий — расторжение договора из-за нарушения клиентом его условий, чаще всего из-за неплатежей. Тогда лизинговая компания забирает технику, продаёт её и рассчитывается с клиентом по особым правилам, которые сложились в судебной практике. Этот сценарий самый неприятный для обеих сторон, и ему посвящена отдельная одиннадцатая глава. Сейчас достаточно понимать, что договор предусматривает и такой исход, и для лизингодателя очень важно, насколько хорошо прописаны условия расторжения.

Есть ещё четвёртый, более редкий сценарий: замена лизингополучателя. Если клиент хочет выйти из бизнеса или продать часть его, он может с согласия лизинговой компании передать договор другой фирме. Новый лизингополучатель принимает на себя все обязательства и продолжает платить по графику. Для лизингодателя важно проверить ново-

го клиента не менее тщательно, чем старого, потому что от его платёжеспособности теперь зависит возврат денег. Такие переуступки встречаются чаще, чем кажется, особенно среди перевозчиков и строителей.

Близкая к этому конструкция называется сублизингом. Здесь лизингополучатель не выходит из договора, а сам передаёт полученную технику в пользование третьему лицу, становясь для него лизингодателем. Закон допускает сублизинг только с письменного согласия собственника, то есть первоначальной лизинговой компании. Для неё такая цепочка создаёт дополнительный риск, потому что техника оказывается в руках человека, которого она не проверяла и с которым у неё нет прямого договора. Если в портфеле компании заметна доля сублизинга, стоит понять, зачем клиентам понадобилась такая схема.

Отдельного внимания заслуживают штрафы и пени. В правилах лизинга обычно предусмотрена неустойка за каждый день просрочки платежа, а также штрафы за нарушение условий эксплуатации, например за передачу техники без согласия лизингодателя. Размер пеней бывает довольно ощутимым, и для дисциплинированного клиента это стимул платить вовремя. Для лизинговой компании пени служат не столько источником дохода, сколько инструментом давления: доход от них нестабилен и часто не взыскивается полностью. Если компания показывает в отчётности заметные доходы от штрафов, это скорее тревожный признак, чем

повод для радости.

Теперь, когда устройство договора понятно, стоит предостеречь от нескольких типичных ошибок. Первая ошибка инвестора — сравнивать доходность лизинговых договоров с удорожанием из рекламы и делать вывод, что бизнес малоприбыльный. Как мы видели, удорожание занижает реальную ставку почти вдвое, и такое сравнение искажает всю картину. Вторая ошибка — считать, что раз техника принадлежит лизинговой компании, её деньги в полной безопасности. Право собственности действительно сильная защита, но её ценность зависит от того, сколько стоит изъятая техника и как быстро её удаётся продать.

Третья ошибка связана с тем, что инвестор не замечает разных видов лизинга в одной компании. Компания, у которой большая часть портфеля — классический финансовый лизинг грузовиков, устроена иначе, чем компания с большой долей возвратного лизинга или операционной аренды. Если в презентации эти сегменты смешаны в одну цифру, полезно поискать разбивку в примечаниях к отчётности. Риски каждого вида разные, и общая цифра портфеля не говорит о них ничего.

Четвёртая ошибка касается сроков договоров и долгов. Инвестор видит облигацию лизинговой компании со сроком погашения пять лет и не задумывается, что средний договор в её портфеле длится три года. Это несовпадение сроков нормально для отрасли, но создаёт определённые риски, о кото-

рых подробно пойдёт речь в четырнадцатой главе. Уже сейчас полезно запомнить, что сроки договоров лизинга и сроки долгов лизинговой компании живут собственной жизнью. Читая отчётность, обращайте внимание на средний срок договоров.

Тимур в тот день, конечно, не думал ни об эффективной ставке, ни о сроках погашения облигаций своей лизинговой компании. Его волновало другое: успеет ли новый тягач выйти в рейс до конца месяца и хватит ли выручки, чтобы платить 376 600 рублей каждый месяц. Тем не менее, вечером он позвонил Вере и с гордостью рассказал, что теперь в его автопарке семь машин. Вера в ответ спросила, сколько процентов он платит, и Тимур, заглянув в договор, назвал удорожание. Вера не поверила, что так дёшево, и они полчаса считали вместе на калькуляторе.

Этот вечерний разговор оказался полезен обоим. Тимур впервые увидел, что его лизинг обходится ему почти в двадцать семь процентов годовых в эффективном исчислении, и задумался, правильно ли он сравнивал предложения разных компаний. Вера поняла, откуда у лизинговой компании берутся деньги на купоны по её облигациям, и почему эти купоны могут быть выше, чем у вклада. Каждый договор вроде договора Тимура приносит лизингодателю доходность, которая с запасом перекрывает стоимость его долга. Вопрос лишь в том, сколько из этого запаса съедают расходы и неплатежи.

Подведём итог всему, что мы узнали во второй главе. Лизинговая сделка соединяет трёх участников и два договора: продавец продаёт технику лизингодателю, лизингодатель передаёт её клиенту в пользование и остаётся собственником до полного выкупа. Ключевые параметры договора — аванс, срок, график платежей и выкупная стоимость, и по ним можно рассчитать реальную стоимость денег. Удорожание удобно для рекламы, но занижает настоящую ставку примерно вдвое, а правильнее пользоваться эффективной ставкой. Финансовый лизинг по сути близок к кредиту, операционный добавляет риск остаточной стоимости, а возвратный нередко говорит о нехватке денег у клиента.

У Тимура остался вопрос, который он задал Вере в конце разговора. Если лизинг обходится ему почти в двадцать семь процентов годовых, а банк предлагал кредит под меньший процент, почему он всё-таки выбрал лизинг? На самом деле он знал ответ, просто никогда не формулировал его словами. В следующей главе мы разберём, почему тысячи предпринимателей, подобных Тимуру, предпочитают лизинг кредиту, и что это означает для устойчивости лизинговых компаний.

Глава 3. Почему бизнес выбирает лизинг

За месяц до визита в офис «Окского лизинга» Тимур сидел в своей маленькой конторе при гараже и раскладывал на столе два листа бумаги. На первом было предложение банка, в котором обслуживался его расчётный счёт, на втором — предложение лизинговой компании. Банк готов был выдать кредит на покупку тягача под ставку заметно ниже, чем закладывал в договор лизингодатель. На первый взгляд выбор казался очевидным, и бухгалтер Тимура, пожилая и осторожная женщина, так и сказала: берите кредит, это дешевле. Тимур долго смотрел на оба листа, а потом позвонил в лизинговую компанию и назначил встречу.

Почему же он поступил вопреки совету бухгалтера? Если бы Тимур был единственным предпринимателем, который выбирает лизинг вопреки более низкой ставке банка, это можно было бы списать на неопытность. Тем не менее подобный выбор каждый год делают десятки тысяч компаний по всей стране, от владельцев одной машины до крупных промышленных групп. Объём нового бизнеса лизинговых компаний в России измеряется триллионами рублей в год, и за этой цифрой стоят вполне рациональные причины. Понимание этих причин важно инвестору, потому что от них зави-

сит, насколько устойчив спрос на услуги лизингодателей.

Начнём с самого главного отличия, которое и определило выбор Тимура. Банк, внимательно изучив его бизнес, согласился дать кредит только под залог. Залогом должен был стать не только сам тягач, но и дополнительное имущество: банк просил оформить в залог гараж, в котором стоят машины, и личное поручительство Тимура вместе с поручительством его жены. Кроме того, банк хотел видеть собственный взнос не менее тридцати процентов стоимости машины. Для молодой компании с шестью грузовиками это означало поставить на кон практически всё, что у неё было.

Лизинговая компания подошла к вопросу иначе. Ей не нужен был гараж Тимура, потому что обеспечением сделки служил сам тягач, который до конца договора остаётся её собственностью. Аванс она запросила двадцать процентов, а не тридцать, и поручительство попросила только от самого Тимура. Лизингодатель исходил из простой логики: если клиент перестанет платить, компания заберёт свою машину и продаст её. Чем ликвиднее предмет и чем больше аванс, тем меньше лизинговой компании нужно других гарантий.

Это различие в подходах объясняется правовой конструкцией, о которой мы говорили во второй главе. Банку, чтобы вернуть деньги, нужно обращать взыскание на заложенное имущество клиента, и эта процедура требует времени и усилий. Лизинговой компании достаточно расторгнуть договор и истребовать свою вещь. Поскольку защита у лизингодате-

ля сильнее, он может позволить себе меньше требовать от клиента на входе. Для небольшого бизнеса, у которого мало имущества, это часто решающее обстоятельство.

Представьте двух соседей, которым нужна газонокосилка. Первый идёт к знакомому и просит одолжить денег на покупку, и знакомый требует расписку, залог в виде велосипеда и честное слово жены. Второй идёт в магазин, который продаёт косилки в рассрочку и оставляет за собой право забрать косилку, если сосед перестанет платить. Магазину не нужен велосипед, ему хватает самой косилки, которую он умеет продать снова. Лизинговая компания и есть такой магазин, только косилки у неё стоят миллионы рублей.

Второе преимущество лизинга, которое отметил Тимур, — скорость. Банк рассматривал его заявку почти три недели, запрашивал документы несколько раз, а затем отправил на дополнительную оценку залога. Лизинговая компания приняла решение за пять рабочих дней, а по простым сделкам на ходовую технику некоторые лизингодатели одобряют заявки за день-два. Для перевозчика, у которого заказчик ждёт машину к определённой дате, разница в две недели может стоить контракта. Время в малом бизнесе — тоже деньги, и часто немалые.

Откуда у лизинговых компаний такая скорость? Отчасти она объясняется той же защитой через право собственности, которая позволяет меньше копать в делах клиента. Отчасти — специализацией: лизингодатель, который финанси-

рует тысячи грузовиков в год, хорошо знает рынок этой техники и типичный профиль перевозчика. Многие компании используют упрощённые процедуры оценки небольших клиентов, где решение принимается по стандартному набору документов и автоматическим моделям. Для сделок до определённой суммы такая оценка может занимать часы, а не дни.

Как выглядит упрощённая оценка изнутри? Клиент заполняет анкету, прикладывает выписки по расчётному счёту за последние полгода или год, иногда краткую бухгалтерскую отчётность и список основных заказчиков. Система лизинговой компании проверяет его по открытым базам: нет ли долгов перед налоговой, судебных споров, признаков банкротства, связей с проблемными фирмами. Если стоп-факторов нет, а обороты по счёту соответствуют размеру будущего платежа, заявка получает одобрение с определёнными условиями по авансу и сроку. Тимуру, например, дополнительно позвонили двое его постоянных заказчиков, чтобы подтвердить, что работают с ним не первый год.

Отдельно стоит сказать о повторных клиентах. Тимур пришёл в «Окский лизинг» не впервые: два года назад он уже брал у этой компании подержанный полуприцеп и выплатил его без единой просрочки. Для лизинговой компании такой клиент — особенно ценный, потому что его платёжная дисциплина уже проверена на практике. Повторную сделку компания одобряет быстрее, иногда на лучших условиях, а риск по ней обычно ниже, чем по сделке с новичком. Мно-

гие лизингодатели раскрывают долю повторных клиентов в новом бизнесе, и высокая доля говорит о том, что компания умеет удерживать хороших клиентов.

Упрощённая оценка клиентов — палка о двух концах, и инвестору об этом важно помнить. Быстрое решение удобно клиенту и помогает лизинговой компании наращивать объёмы. Однако чем меньше компания знает о клиенте, тем выше вероятность, что среди тысяч одобренных заявок окажутся те, кто не сможет платить. Лизингодатели, которые гонятся за скоростью и объёмом, рискуют накопить в портфеле слабых клиентов, и это проявится через год-два. Как увидеть это в отчётности, мы разберём в десятой главе.

Третья причина, по которой предприниматели выбирают лизинг, связана с налогами. Здесь стоит сразу оговориться: налоговое законодательство регулярно меняется, а налоговые последствия конкретной сделки зависят от системы налогообложения клиента и условий договора. Всё, что сказано ниже, описывает общую логику на момент написания книги, а конкретные решения стоит принимать вместе с бухгалтером, сверяясь с актуальной редакцией Налогового кодекса. Тем не менее общая логика полезна и инвестору, потому что объясняет, почему у лизинга есть устойчивые преимущества.

Первая налоговая особенность касается налога на добавленную стоимость. Лизинговые платежи облагаются этим налогом, и клиент, работающий на общей системе налогообло-

жения, может принять налог, уплаченный в составе платежей, к вычету. Фирма Тимура работает на общей системе, потому что её крупные заказчики предпочитают перевозчиков, с которыми можно работать с этим налогом. Для Тимура возможность вычета означает, что часть каждого платежа фактически возвращается ему через уменьшение налога к уплате. При кредитной покупке вычет тоже возможен, но приходит сразу целиком, а при лизинге он растянут во времени вместе с платежами.

Вторая налоговая особенность касается налога на прибыль. Лизинговые платежи или амортизация предмета лизинга, в зависимости от того, на чьём балансе он учитывается для налоговых целей, уменьшают налогооблагаемую прибыль клиента. При ставке налога на прибыль в двадцать пять процентов каждый рубль расходов экономит компании двадцать пять копеек налога. Это верно и для кредита, где в расходы попадают проценты и амортизация купленной машины. Отличие лизинга в скорости, с которой затраты на технику признаются расходами, и здесь на сцену выходит ускоренная амортизация.

Налоговый кодекс разрешает к основным средствам, которые являются предметом лизинга, применять повышающий коэффициент к норме амортизации, но не выше трёх. Это значит, что стоимость техники можно списать в расходы до трёх раз быстрее, чем при обычной покупке. Ограничение касается самых быстро изнашиваемых групп основных

средств со сроком полезного использования до пяти лет: для них повышающий коэффициент при лизинге не применяется. Для тяжёлой техники, оборудования и большинства грузовиков с более длинным сроком службы ускоренная амортизация остаётся доступной. Детали и границы групп, как и всё налоговое, стоит уточнять на момент сделки.

Посмотрим, что это даёт на условном примере. Допустим, стоимость тягача без налога на добавленную стоимость составляет десять миллионов рублей, а срок его полезного использования для налоговых целей — восемь лет. При обычной линейной амортизации компания списывает в расходы 1 250 000 рублей в год. С коэффициентом три срок списания сокращается примерно до двух лет и восьми месяцев, и ежегодные расходы вырастают до 3 750 000 рублей. Разница в 2 500 000 рублей расходов в год при ставке налога двадцать пять процентов означает, что компания в первые годы платит налога на прибыль на 625 000 рублей меньше.

Важно понимать природу этой экономии. Ускоренная амортизация не уменьшает общую сумму налога за весь срок жизни машины, она лишь сдвигает его уплату на более поздние годы. Через три года техника окажется полностью списана, и в следующие годы компания будет платить налог больше, чем платила бы при обычной амортизации. Тем не менее отсрочка налога — это бесплатный кредит от государства, и для растущей компании, которой каждый рубль нужен сегодня, он очень ценен. Если компания постоянно обновляет

парк, отсрочка становится практически постоянной.

Налоговые преимущества лизинга работают не для всех. Компании на упрощённой системе налогообложения не платят налог на добавленную стоимость и не могут принимать его к вычету, а налог на прибыль у них заменён другим налогом с иными правилами учёта расходов. Для таких клиентов налоговые плюсы лизинга во многом теряют смысл, и выбор между лизингом и кредитом определяется другими соображениями. Немалая часть малого бизнеса работает именно на упрощённой системе, поэтому налоговое объяснение популярности лизинга верно лишь отчасти. Для небольших клиентов на первом месте обычно стоят залог и скорость.

Долгое время у лизинга был и ещё один бухгалтерский плюс, который сейчас в значительной мере ушёл в прошлое. По прежним российским правилам учёта компания-клиент могла не показывать технику и обязательства по лизингу у себя на балансе, если договор предусматривал учёт имущества у лизингодателя. В результате долговая нагрузка клиента в отчётности выглядела меньше реальной, и банки охотнее давали ему другие кредиты. С переходом на новый федеральный стандарт учёта аренды, обязательный с 2022 года, лизингополучатели в большинстве случаев отражают у себя и право пользования предметом, и обязательство по платежам. Скрыть лизинговый долг от внимательного читателя отчётности стало гораздо труднее.

Это изменение полезно знать и инвестору, который ана-

лизирует компании других отраслей. Если вы изучаете отчётность перевозчика, ритейлера или авиакомпании за годы до перехода на новый стандарт, их долговая нагрузка могла выглядеть заметно лучше, чем была на самом деле. В более свежей отчётности обязательства по лизингу и аренде обычно видны в отдельной строке. Для самих лизинговых компаний это изменение не уменьшило спрос, но лишило лизинг одного из прежних мотивов. Клиенты, приходившие за красивым балансом, сегодня приходят за другим.

Четвёртая причина, которую назвал Тимур, — удобство пакета услуг. Лизинговая компания, которая каждый год покупает сотни тягачей одной марки, получает от производителя или крупного дилера скидку, недоступную отдельному перевозчику. Часть этой скидки она передаёт клиенту, и в итоге цена машины в лизинге может оказаться ниже, чем при самостоятельной покупке в кредит. Кроме того, лизингодатель часто договаривается со страховыми компаниями о льготных тарифах на каско для своих клиентов. Тимур подсчитал, что скидка на машину и на страховку частично компенсировала разницу в ставках.

К этому добавляется сервис, который ценят занятые предприниматели. Лизинговая компания сама оформляет покупку у дилера, помогает с регистрацией техники, может организовать установку систем спутникового контроля и подобрать сервисную станцию. Некоторые компании предлагают топливные карты со скидкой, услуги по техническому об-

служиванию и даже помощь в продаже старой техники. Для небольшого перевозчика, у которого нет отдела закупок и юристов, это экономит время и нервы. Кредит в банке даёт только деньги, лизинг даёт деньги вместе с решением задачи.

Системы спутникового контроля, которые лизингодатель устанавливает на технику, полезны обеим сторонам. Клиент видит, где находятся его машины, сколько топлива они расходуют и как ездят водители, а это помогает экономить. Лизинговая компания, в свою очередь, всегда знает, где находится её собственность, и в случае проблем может быстро её найти. Некоторые компании по данным таких систем даже замечают ранние признаки неприятностей: если тягач клиента неделями стоит без движения, значит, у того пропали заказы. Для инвестора наличие таких систем на большей части портфеля — небольшой, но приятный плюс в пользу лизингодателя.

Пятая причина популярности лизинга — это государственная поддержка. В разные годы государство поддерживало обновление парка техники через специальные программы льготного лизинга. Одни программы субсидировали часть аванса при лизинге отечественных грузовиков, автобусов, коммунальной и строительной техники, и клиент получал скидку в несколько процентов от стоимости. Другие программы давали лизинговым компаниям дешёвые займы на покупку промышленного оборудования, а те передавали выгоду клиентам через пониженную ставку. Для сель-

ского хозяйства много лет действует государственная агролизинговая компания, которая поставляет технику аграриям на льготных условиях.

Условия государственных программ меняются почти каждый год: расширяется или сужается список техники, меняются размеры скидок, вводятся требования к локализации производства. Поэтому конкретные параметры программ всегда стоит проверять на сайтах профильных министерств и институтов развития на текущий момент. Для инвестора важен сам факт: государство заинтересовано в том, чтобы бизнес обновлял технику, и часто делает это именно через лизинг. Существование таких программ поддерживает спрос на услуги лизинговых компаний и даёт им дополнительный поток клиентов.

Впрочем, у господдержки есть и обратная сторона. Когда программа субсидирования аванса заканчивается или резко сокращается, спрос на технику в соответствующем сегменте может просесть. Лизинговые компании, которые строили бизнес вокруг льготных программ, в такие моменты теряют объёмы. Кроме того, если программа требует финансировать только определённых производителей, лизингодатель оказывается привязан к их технике и к её ликвидности на вторичном рынке. Устойчивость бизнеса, держащегося на субсидиях, всегда стоит оценивать с поправкой на то, что субсидии не вечны.

Теперь честно посмотрим на ситуации, когда лизинг об-

ходится клиенту дороже кредита. Если у компании есть хорошая кредитная история, достаточный залог и время ждать решения банка, кредит почти всегда будет дешевле. Банк финансирует себя дешевле лизинговой компании, потому что у него есть вклады и доступ к деньгам Банка России, и может предложить более низкую ставку. Если клиент к тому же работает на упрощённой системе и не получает налоговых выгод, лизинг теряет и это преимущество. В таких случаях предприниматель переплачивает за удобство и скорость.

Попробуем сравнить два предложения Тимура в цифрах. Банк предлагал кредит под ставку примерно двадцать один процент годовых на тридцать шесть месяцев с собственным взносом тридцать процентов, то есть 3 600 000 рублей. Лизинговая компания закладывала около двадцати четырёх процентов при авансе двадцать процентов, то есть 2 400 000 рублей. Разница в ставке в три процентных пункта на средний остаток долга около пяти с половиной миллионов рублей обходится Тимуру примерно в 165 000 рублей в год. За три года набегает около полумиллиона рублей, и именно эту сумму Тимур фактически платит за то, чтобы не закладывать гараж и сохранить на счёте лишние 1 200 000 рублей.

Для Тимура ответ на вопрос, стоила ли игра свеч, был положительным. Сохранённые 1 200 000 рублей позволили ему не брать дорогой кредит на пополнение оборотных средств, который понадобился бы для зарплат и топлива в первые месяцы работы новой машины. Незаложенный гараж оставил

ему возможность в будущем получить под него другой кредит. Скидка на тягач и льготная страховка частично компенсировали разницу в ставках. Наконец, машина вышла в рейс на две недели раньше, и первый заказ принёс ему почти четверть миллиона выручки.

Этот пример показывает, что сравнивать лизинг и кредит только по ставке неверно. Правильное сравнение учитывает размер собственного взноса, требования к залогу, налоговые последствия, скидки, скорость и стоимость упущенных возможностей. Для одного клиента лизинг окажется выгоднее, для другого — кредит, и оба сделают рациональный выбор. Для лизинговых компаний это означает, что их клиентская база довольно устойчива: пока банки требуют залоги и долго принимают решения, у лизинга будет своя ниша.

Кто же типичный клиент лизинговой компании? Основу клиентской базы большинства лизингодателей составляет малый и средний бизнес. Это перевозчики с несколькими машинами, строительные компании, которым нужны экскаваторы и краны, аграрии, обновляющие парк тракторов и комбайнов, небольшие производства, покупающие станки. Многие из них работают на рынке всего несколько лет и не имеют солидной кредитной истории. Для таких клиентов лизинг нередко единственный доступный способ получить дорогую технику.

Вторая группа клиентов — крупные компании. Железнодорожные операторы берут в лизинг вагоны, авиакомпании

— самолёты, промышленные холдинги — оборудование и спецтехнику. Для них лизинг удобен не столько из-за залога, сколько из-за налоговых и организационных преимуществ, а также из-за возможности не отвлекать собственные деньги от основного бизнеса. Сделки с крупными клиентами большие по размеру, но ставки по ним ниже, потому что крупный клиент может выбирать между многими лизингодателями и банками. Доля таких сделок сильно различается от компании к компании.

Особую группу среди крупных клиентов составляют государственные и муниципальные предприятия: пассажирские автотранспортные парки, коммунальные службы, дорожные организации. Они берут в лизинг автобусы, уборочную и дорожную технику, причём нередко через конкурсные процедуры по правилам государственных закупок. Платёжная дисциплина таких клиентов обычно зависит от бюджетного финансирования, и в целом они считаются надёжными. Тем не менее задержки бюджетных денег случаются, а условия конкурсов давят на ставку, поэтому маржа по таким сделкам скромная. Лизингодатели ценят их скорее за объём и стабильность, чем за доходность.

Третья группа — физические лица, которые берут в лизинг легковые автомобили. Эта ниша появилась сравнительно недавно и для большинства компаний остаётся небольшой. Частному лицу лизинг не даёт налоговых выгод, но может привлечь скидками производителей, сниженным пер-

вым взносом или тем, что машина остаётся в собственности лизингодателя, если человеку не хочется оформлять автокредит. Для лизинговой компании такие клиенты рискованнее: их сложнее оценить, а взыскание с частного лица регулируется более строго. Большая доля физических лиц в портфеле — повод присмотреться к компании внимательнее.

Отдельно стоит сказать о самозанятых водителях такси и владельцах одной-двух машин, которые работают с агрегаторами пассажирских перевозок. Для них лизинг автомобиля стал массовым инструментом в последние годы, и некоторые лизинговые компании, особенно небольшие, строят бизнес именно на таких клиентах. Наш условный «Быстрый лизинг» как раз относится к таким компаниям. Риски этого сегмента высоки: машины такси быстро изнашиваются, доходы водителей нестабильны, а при изменении правил отрасли или тарифов агрегаторов платёжеспособность клиентов может резко ухудшиться. Об этом мы поговорим подробнее, когда будем разбирать портфель и дефолты.

Распределение клиентов по типам заметно влияет на профиль риска лизинговой компании. Портфель, где преобладают средние компании из разных отраслей, обычно устойчивее портфеля, где доминируют микрофирмы из одной ниши. Портфель с большой долей крупных клиентов менее доходен, но и менее подвержен массовым неплатежам, хотя проблема одного крупного клиента может ударить сильнее.

Подробный разбор структуры портфеля ждёт нас в восьмой главе, где мы посмотрим на клиентов «Окского лизинга» по типам, отраслям и регионам. Сейчас достаточно запомнить, что за словом «клиент» в отчётности лизинговой компании могут стоять очень разные люди и компании.

Есть и ещё один, менее очевидный мотив выбора лизинга, который стоит упомянуть. Многие собственники бизнеса ценят то, что техника в лизинге юридически не принадлежит их компании. В случае проблем с кредиторами или споров с партнёрами такое имущество сложнее арестовать, поскольку его собственник — лизинговая компания. Этот мотив не всегда благородный, и лизингодатели об этом знают. Для них важно, чтобы клиент выбирал лизинг ради бизнеса, а не ради того, чтобы спрятать имущество от собственных кредиторов.

Почему всё это важно инвестору в облигации или акции лизинговой компании? Прежде всего потому, что от устойчивости спроса зависит способность компании расти и зарабатывать. Если у лизинга есть объективные преимущества перед кредитом, спрос на него не исчезнет при первом же снижении банковских ставок. Если же компания выросла только благодаря временной субсидии или моде на определённый вид техники, её объёмы могут резко упасть. Понимание причин, по которым клиенты приходят к конкретному лизингодателю, помогает оценить его будущее.

Объём лизинга в экономике служит своеобразным зерка-

лом инвестиционной активности. Когда бизнес уверен в будущем, он покупает новую технику, и объёмы нового бизнеса лизинговых компаний растут. Когда уверенность падает, предприниматели откладывают покупки, донашивают старые машины, и лизинговые компании первыми видят это в своих цифрах. Статистика нового бизнеса лизинговых компаний поэтому служит одним из ранних индикаторов того, как бизнес оценивает перспективы. Если объёмы нового бизнеса резко падают несколько кварталов подряд, это сигнал не только для лизинговой отрасли, но и для экономики в целом.

Для отдельных сегментов эта связь ещё заметнее. Лизинг грузовых машин отражает состояние грузоперевозок, лизинг строительной техники — объёмы строительства, лизинг вагонов — перспективы железнодорожных перевозок, лизинг сельхозтехники — доходы аграриев. Инвестор, который следит за динамикой нового бизнеса по сегментам, получает представление о том, какие отрасли сейчас наращивают инвестиции, а какие их сокращают. Эта информация полезна и при выборе акций компаний из соответствующих отраслей, которым посвящены другие книги серии.

Важно понимать и обратную связь. Лизинговые компании не только отражают инвестиционную активность, но и поддерживают её. Если лизингодатели ужесточают требования, поднимают ставки и сокращают финансирование, малому бизнесу становится труднее обновлять технику, и это тормозит инвестиции. В периоды кризисов именно сокращение

лизинга нередко усиливает спад в транспорте, строительстве и сельском хозяйстве. Лизинговая отрасль работает как передаточный механизм между финансовой системой и реальным сектором.

Рассмотрим несколько типичных ошибок, которые делают инвесторы, рассуждая о спросе на лизинг. Первая ошибка — считать, что лизинг существует только потому, что банки не дают кредитов. Как мы видели, у лизинга есть собственные преимущества: защита через право собственности, налоговые особенности, скидки и сервис. Даже если банки станут гораздо доступнее, значительная часть клиентов останется в лизинге. Спрос на лизинг устойчивее, чем кажется тем, кто видит в нём лишь запасной вариант.

Среди самих предпринимателей тоже ходит распространённое заблуждение, которое полезно знать инвестору. Некоторые клиенты искренне считают, что в лизинге нет процентов, раз в договоре нет слова «ставка», а есть только удорожание и график. Такой клиент берёт на себя обязательства, не вполне понимая их цену, и при первых трудностях обнаруживает, что платёж для него неподъёмен. Лизинговые компании, работающие с самыми небольшими клиентами, особенно часто сталкиваются с этим непониманием. Чем менее финансово грамотны клиенты, тем выше риск, что часть из них переоценит свои силы.

Ещё одно сравнение, которое делают предприниматели, — лизинг против покупки за собственные деньги. Если у

компании есть свободные двенадцать миллионов рублей, она может купить тягач сразу и не платить никому процентов. Однако эти деньги могли бы работать в бизнесе иначе: финансировать оборотный капитал, покупку ещё одной машины в лизинг или просто лежать в резерве на случай задержек оплаты от заказчиков. Для растущего бизнеса, где каждый рубль приносит больше, чем стоит лизинг, держать деньги в технике невыгодно. Поэтому даже компании со свободными средствами нередко выбирают лизинг, сохраняя деньги для других целей.

Вторая ошибка — переоценивать налоговые преимущества. Они важны для средних и крупных компаний на общей системе налогообложения, но для микробизнеса на упрощённой системе почти ничего не значат. Если лизинговая компания работает в основном с микробизнесом, её клиенты приходят не за налоговой экономией, а за доступностью финансирования. Это означает, что такие клиенты в среднем слабее, и риск неплатежей у них выше. Налоговые плюсы лизинга нельзя автоматически переносить на всю клиентскую базу.

Третья ошибка — не учитывать зависимость от государственных программ. Компания, у которой значительная часть нового бизнеса приходится на субсидируемые сделки, может показывать бурный рост, пока программа действует. Когда она закончится, рост может смениться падением. В отчётности и презентациях лизинговых компаний доля сделок

по государственным программам нередко раскрывается, и на неё стоит смотреть. Чем выше эта доля, тем внимательнее нужно следить за судьбой программ.

Четвёртая ошибка состоит в том, чтобы считать любой рост нового бизнеса лизинговой компании признаком успеха. Иногда объёмы растут потому, что компания действительно завоёвывает клиентов сервисом и скоростью. Иногда же рост объясняется тем, что она одобряет тех, кому отказали более осторожные конкуренты, и за этот рост позже придётся платить просрочкой. Отличить одно от другого по одной цифре нельзя, нужно смотреть, за счёт каких клиентов и какой техники растёт компания. Этому мы научимся в восьмой и десятой главах.

Тимур, конечно, не думал обо всём этом, когда выбирал между банком и лизингом. Он думал о гараже, о жене, о сроках поставки и о том, хватит ли ему денег на первые месяцы работы. Тем не менее его выбор складывался из тех же соображений, которые определяют спрос на лизинг во всей экономике. Через несколько недель после того разговора он признался Вере, что впервые почувствовал себя не просителем, пришедшим за деньгами, а клиентом, за которого борются. Лизинговая компания была заинтересована в нём больше, чем банк, и не скрывала этого ни в разговорах, ни в условиях сделки.

Это наблюдение Тимура стоит запомнить. На рынке лизинга идёт острая конкуренция за клиента, и лизингодате-

ли соревнуются скоростью, условиями, скидками и сервисом. Конкуренция полезна клиентам, но может быть опасна для самих лизинговых компаний. Чтобы привлечь клиента, компания может снизить требования к авансу, ускорить проверку или взять на себя больше риска. В периоды особенно острой конкуренции качество портфеля в отрасли нередко ухудшается, и последствия проявляются позже.

Подведём итог всему, что мы обсудили в третьей главе. Бизнес выбирает лизинг потому, что лизингодатель довольствуется самим предметом как обеспечением, решает быстрее банка и требует меньше собственных денег на входе. Для компаний на общей системе налогообложения лизинг даёт налоговые преимущества через вычет налога на добавленную стоимость и ускоренную амортизацию, которая сдвигает уплату налога на прибыль на более поздние годы. Скидки производителей, сервис и государственные программы делают лизинг ещё привлекательнее. Клиентская база лизинговых компаний разнообразна: от микробизнеса и частных лиц до крупных холдингов, и её структура определяет профиль риска самой лизинговой компании.

Вера, выслушав историю про выбор между банком и лизингом, задала Тимуру вопрос, на который он не смог ответить. Откуда взялись лизинговые компании, сколько их в стране и почему одни из них принадлежат банкам, а другие частным владельцам? Тимур признался, что никогда об этом не задумывался: он выбирал между тремя предложениями, а

остальные компании для него не существовали. Вера решила разобраться в этом самостоятельно. В следующей главе мы посмотрим на рынок лизинга в целом: как он появился, как вырос и как устроен сегодня.

Глава 4. Рынок лизинга в России

В воскресенье Вера поехала к дяде Аркадию, старшему брату своей матери, который живёт в частном доме на окраине Калуги. Аркадию Петровичу семьдесят два года, почти тридцать из них он проработал инженером на крупном машиностроительном заводе, а в середине девяностых несколько лет руководил там отделом снабжения. Вера привезла ему лекарства и пирог и между делом упомянула, что изучает лизинговые компании. Дядя оживился, отложил газету и сказал, что застал самое начало этой истории. По его словам, первое слово «лизинг» он услышал на заводском совещании году в девяносто пятом, и никто в зале не понимал, что оно означает.

Рассказ дяди оказался гораздо интереснее, чем Вера ожидала. В середине девяностых завод отчаянно нуждался в новом оборудовании, но денег у него не было, а банки давали кредиты под такие проценты, что о покупке станков нечего было и думать. Тогда кто-то из заместителей директора привёз из Москвы идею: оформить покупку импортных станков через специальную компанию, которая купит их за границей и передаст заводу в пользование на несколько лет. Сделку готовили почти год, переписывали документы, спорили с налоговой инспекцией о том, кто и какие налоги должен платить. В итоге станки приехали, и завод работал на них ещё

лет пятнадцать.

Эта история типична для того времени и хорошо показывает, с чего начинался российский лизинг. Сама идея была не новой, просто в плановой экономике она была не нужна, а в рыночной экономике девяностых для неё не хватало законов, опыта и денег. Чтобы понять, как устроена отрасль сегодня, полезно пройти её путь от тех первых сделок до рынка с многотриллионным портфелем. История объясняет, почему у российского лизинга именно такие владельцы, такие сегменты и такие привычки.

Аренда имущества с последующим выкупом известна с древности, однако современный лизинг как отдельный финансовый бизнес сложился в середине двадцатого века в Соединённых Штатах. Принято считать, что первая специализированная лизинговая компания появилась там в начале 1950-х годов, когда предприниматели увидели, что бизнесу нужна техника, а не право собственности на неё. Ещё раньше похожие схемы использовались в американских железных дорогах для финансирования подвижного состава. Затем лизинг быстро распространился в Западной Европе и Японии, став одним из основных способов финансирования оборудования и транспорта.

Особую роль в мировом лизинге сыграла авиация. Авиакомпании, особенно небольшие и молодые, не могли позволить себе покупать самолёты стоимостью в десятки миллионов долларов. Крупные международные лизинговые компа-

нии стали покупать самолёты у производителей и сдавать их авиаперевозчикам по всему миру, обычно в операционную аренду. Сегодня значительная часть мирового пассажирского флота принадлежит лизингодателям, а не самим авиакомпаниям. Этот пример показывает, как далеко лизинг может зайти в капиталоёмкой отрасли.

В России правовая история лизинга началась в середине девяностых. Первым документом, который признал лизинг отдельным видом деятельности, стал президентский указ о развитии финансового лизинга, изданный в 1994 году. Вскоре появились подзаконные акты, но полноценной основы для отрасли всё ещё не хватало. Деятельность лизинговых компаний в то время требовала получения лицензии, и правила постоянно менялись. Компании работали на ощупь, а налоговые инспекции нередко трактовали их сделки по-своему, что и описал дядя Аркадий.

Недоверие налоговых органов имело свои причины. В девяностые и в начале двухтысячных лизинг нередко использовали не по прямому назначению, а как способ уменьшить налоги. Через цепочки связанных компаний имущество передавали в лизинг друг другу по завышенным ценам, создавая расходы и вычеты, за которыми не стояло реальной экономики. Государство отвечало поправками в законы и ужесточением проверок, и постепенно наиболее грубые схемы ушли в прошлое. Тем не менее подозрительное отношение к лизингу как к инструменту налоговой оптимизации ещё

долго сохранялось у проверяющих.

Для инвестора эта страница истории важна по одной причине. Лизинговые компании, которые выросли из обслуживания налоговых схем своих владельцев, порой и сегодня сохраняют черты того времени: запутанную структуру собственности, сделки со связанными сторонами, непрозрачную отчётность. Большинство современных игроков давно работает по-другому, но проверять это стоит. Если история компании уходит корнями в девяностые, полезно посмотреть, как менялись её владельцы и клиенты, и насколько её бизнес сегодня рыночный.

Переломным для отрасли стал 1998 год. В начале года Россия присоединилась к Конвенции о международном финансовом лизинге, которую в конце восьмидесятых подготовил Международный институт унификации частного права и которую обычно называют Оттавской. Конвенция задала международные правила для сделок, где лизингодатель и лизингополучатель находятся в разных странах. Осенью того же года был принят федеральный закон «О финансовой аренде (лизинге)», который вместе с главой Гражданского кодекса об аренде и сегодня остаётся основой регулирования отрасли. Закон с тех пор неоднократно менялся, но базовая конструкция сохранилась.

Время принятия закона оказалось непростым. Через пару месяцев после присоединения к конвенции разразился финансовый кризис августа 1998 года, рубль резко обесценил-

ся, и многие только что начатые лизинговые сделки, особенно с импортным оборудованием, оказались под угрозой. Тем не менее именно после кризиса, когда экономика начала восстанавливаться, лизинг получил импульс для роста. Бизнесу нужно было обновлять изношенную технику, а банки ещё долго не решались давать длинные кредиты. Лизинг оказался удобным мостиком между старыми фондами и новыми потребностями.

Ещё одна важная веха пришлась на начало двухтысячных. С 2002 года лицензирование лизинговой деятельности было отменено, и заниматься лизингом могла любая компания, зарегистрированная в установленном порядке. Это резко снизило барьеры входа в отрасль, и количество лизинговых компаний стало быстро расти. Отмена лицензий имела и обратную сторону: вместе с серьёзными игроками на рынок пришли небольшие компании с непрозрачной структурой, а государство на долгие годы перестало пристально следить за отраслью. Это отражается на рынке до сих пор.

В двухтысячные годы облик рынка определили банки. Крупные банки один за другим создавали собственные лизинговые дочерние компании, поскольку лизинг позволял им работать с клиентами, которым они не могли дать обычный кредит. Дочерняя лизинговая компания получала деньги от материнского банка, а банк зарабатывал на её деятельности и расширял свою клиентскую базу. Многие крупнейшие лизингодатели страны и сегодня принадлежат банкам,

о чём подробно пойдёт речь в пятой главе. Без банковского фондирования российский лизинг вряд ли вырос бы так быстро.

Второй приметой двухтысячных стал бум автолизинга. Растущая экономика порождала спрос на легковые автомобили для корпоративных парков и на грузовики для перевозчиков, а лизинговые компании предлагали быстрое оформление и минимальный пакет документов. Ряд компаний специализировался именно на автомобилях и построил на этом сеть офисов по всей стране. Автолизинг стал самым массовым сегментом рынка по числу сделок, и остаётся им до сих пор. Почти каждый второй договор лизинга в стране связан с колёсной техникой.

В те же годы на российский рынок пришли лизинговые подразделения иностранных банков и производителей техники. Они принесли с собой западные стандарты оценки клиентов, отчётности и работы с изъятой техникой, и многие российские компании учились у них. Иностранные игроки особенно активно работали в сегментах легковых автомобилей, грузовиков и сельхозтехники крупных мировых марок. После 2022 года большая часть таких компаний ушла с рынка или сменила владельцев, а их портфели и клиенты перешли к российским лизингодателям. Этот уход освободил заметную долю рынка, которую быстро заняли местные компании.

Десятые годы прибавили рынку зрелости. Лизинговые

компании начали массово выходить на биржу с облигациями, рейтинговые агентства стали регулярно оценивать их кредитное качество, а крупные игроки перешли на отчётность по международным стандартам. Появились первые сделки секьюритизации, когда лизинговые платежи упаковывались в отдельные облигации. Одновременно рынок пережил несколько волн перекосов, например период, когда в погоне за ростом перевозок вагонов купили больше, чем требовалось, и ставки аренды подвижного состава надолго упали. Каждый такой эпизод напоминал, что лизинг следует за циклами тех отраслей, которые он финансирует.

Кризис 2008–2009 годов прервал этот бурный рост. Объёмы нового бизнеса резко упали, многие клиенты перестали платить, а ряд небольших лизинговых компаний ушёл с рынка. Как отрасль прошла через этот и последующие кризисы, мы подробно разберём в шестнадцатой главе. Здесь отметим лишь общий результат: каждый кризис очищал рынок от слабых игроков и укреплял позиции крупных компаний, особенно связанных с банками и государством. Рынок становился всё более концентрированным.

Особое место в российском лизинге занимают государственные лизинговые компании. Ещё в конце девяностых и начале двухтысячных государство создало несколько компаний для решения задач, которые частный бизнес решать не брался. Одна из них занимается поставкой сельскохозяйственной техники аграриям, другие финансируют само-

лёты отечественного производства, суда, железнодорожный подвижной состав и общественный транспорт. Со временем государственная транспортная лизинговая компания выросла в одного из крупнейших лизингодателей страны с портфелем в сотни миллиардов рублей.

Государственные лизингодатели работают не только ради прибыли. Их задача часто состоит в поддержке отечественных производителей, обновлении транспорта в регионах, развитии отдельных отраслей. Они получают деньги из бюджета и от государственных фондов, а иногда выполняют программы, которые с чисто коммерческой точки зрения не окупаются. Поэтому их финансовые показатели нельзя напрямую сравнивать с показателями частных компаний. Какие следствия государственное владение имеет для инвестора, мы разберём в пятой главе.

Теперь посмотрим, как устроен рынок лизинга сегодня. Его принято делить на сегменты по видам техники, и между ними существуют заметные различия. Самый массовый по числу договоров сегмент — легковые автомобили, а рядом с ним грузовой автотранспорт: тягачи, грузовики, полуприцепы, фургоны. Сюда же примыкает строительная и дорожная техника: экскаваторы, погрузчики, краны, бульдозеры. Эти три сегмента составляют основу бизнеса для большинства частных лизинговых компаний.

Отдельно стоят сегменты с очень крупными сделками. Железнодорожный подвижной состав, то есть вагоны и локо-

мотивы, финансируется длинными договорами на десять лет и более, а одна сделка может включать сотни вагонов. Авиатехника и суда требуют ещё более крупных вложений и специальной экспертизы. Лизинг недвижимости, то есть складов, торговых и офисных зданий, встречается реже и обычно связан с отдельными крупными проектами. В денежном выражении эти сегменты занимают большую долю рынка, хотя количество договоров в них невелико.

Наконец, есть сегмент оборудования: станки, производственные линии, медицинская техника, оборудование для пищевой промышленности и сельского хозяйства. Он очень разнороден и требует от лизингодателя понимания конкретных отраслей. Для промышленного оборудования важны государственные программы поддержки, о которых мы говорили в третьей главе. Сельскохозяйственная техника — тракторы, комбайны, сеялки — традиционно составляет отдельный сегмент со своей сезонностью и своими крупными игроками.

Каждый сегмент живёт по своим законам конкуренции. В легковом автолизинге борьба за клиента самая острая: здесь работают десятки компаний, предложения легко сравнить, и маржа поэтому невысока. В грузовом транспорте и спецтехнике конкуренция тоже заметна, но клиенты ценят опыт лизингодателя в работе с перевозчиками и строителями, а ставки чуть выше. В железнодорожном и авиационном сегментах играют немногие крупные компании, у которых есть до-

ступ к большим и длинным деньгам, и там решающую роль часто играют отношения с крупнейшими клиентами. В оборудовании многое зависит от знания конкретной отрасли и от доступа к государственным программам.

От сегмента зависит и типичный размер договора. Средний договор на легковой автомобиль измеряется несколькими миллионами рублей, на тягач — десятком миллионов, на экскаватор или кран — десятками миллионов. Договоры на партии вагонов исчисляются миллиардами, а на самолёты — десятками миллиардов рублей. Чем крупнее средний договор, тем меньше в портфеле клиентов и тем сильнее судьба компании зависит от каждого из них. Это различие мы ещё не раз встретим, когда будем говорить о концентрации портфеля.

Структура рынка в денежном выражении и в количестве договоров сильно различается. По количеству сделок лидируют автомобили, потому что каждая сделка небольшая, а клиентов миллионы. По объёму портфеля на первые места выходят железнодорожный и авиационный сегменты, где одна сделка может стоить больше, чем тысячи автомобильных договоров. Для инвестора это означает, что слово «лизинговая компания» может обозначать совершенно разные бизнесы: розничный, работающий с массой небольших клиентов, и оптовый, обслуживающий несколько крупных корпораций. Риски и способы анализа у них разные.

Российский рынок лизинга довольно сильно сконцентри-

рован. По оценкам рейтинговых агентств, на десяток крупнейших компаний приходится большая часть совокупного портфеля отрасли. В эту группу входят государственные лизингодатели и дочерние компании крупнейших банков, а также несколько крупных частных игроков. Остальной рынок делят между собой сотни средних и небольших компаний, многие из которых работают в одном-двух регионах или в одной нише. Такую структуру часто описывают как голову с длинным хвостом.

Сколько всего лизинговых компаний в стране? Дать точный ответ на этот вопрос довольно трудно. На учёте в службе финансового мониторинга состоят тысячи организаций, которые указали лизинг как вид деятельности, однако многие из них работают эпизодически или обслуживают только своих владельцев. В обзорах рейтинговых агентств обычно участвуют от одной до двух сотен компаний, и именно они формируют почти весь рынок. Активно работающих лизингодателей, которые постоянно ищут клиентов и привлекают деньги со стороны, по оценкам участников рынка, несколько сотен.

География рынка лизинга тоже весьма неравномерна. Головные офисы большинства крупных компаний находятся в Москве и Санкт-Петербурге, хотя их клиенты разбросаны по всей стране. Средние компании часто имеют сеть региональных офисов, а небольшие работают в одном-двух регионах, где хорошо знают местных предпринимателей. Региональная

специализация бывает преимуществом, потому что компания лучше понимает своих клиентов и местный рынок подержанной техники. Обратная сторона в том, что экономический спад в одном регионе может ударить по такой компании сильнее, чем по общенациональному игроку.

Для частного инвестора эта структура имеет практическое значение. Крупнейшие компании, особенно государственные и банковские, редко выпускают облигации с высокими купонами: им есть где взять деньги дешевле, и их облигации обычно покупают институциональные инвесторы. Средние частные компании активно выходят на биржу и предлагают купоны с заметной премией к государственным облигациям. Небольшие компании из длинного хвоста нередко размещают выпуски в сегменте высокодоходных облигаций, где премия ещё больше, а риск соответствующий. Каждый уровень рынка требует своего отношения.

Где брать статистику рынка лизинга? Официальной государственной статистики по отрасли, сравнимой с банковской, долгое время не было, потому что лизинговые компании не отчитываются перед Банком России так, как банки. Основным источником сведений о рынке служат ежегодные и полугодовые обзоры рейтинговых агентств, которые собирают анкеты лизинговых компаний и строят на их основе рейтинги по объёму нового бизнеса и портфелю. Отраслевые объединения лизингодателей также публикуют свою статистику. Наконец, некоторые данные можно получить из Фед-

ресурса, где публикуются сведения о заключённых договорах лизинга.

К этой статистике стоит относиться осторожно. Анкеты заполняют сами компании, и разные агентства могут получать от одних и тех же игроков немного разные данные. Не все лизингодатели участвуют в опросах, поэтому оценки общего рынка остаются приблизительными. Методика подсчёта, например, нового бизнеса может различаться: одни учитывают стоимость предмета с налогом на добавленную стоимость, другие без него, одни включают аванс, другие нет. При сравнении цифр из разных источников всегда стоит уточнять, как они получены.

Есть и более практичный совет. Для анализа конкретной компании отраслевая статистика полезна прежде всего как фон: она показывает, растёт рынок или сжимается, какие сегменты набирают популярность, а какие теряют. Если весь рынок автолизинга падает на треть, а конкретная компания показывает рост, это повод задаться вопросом, за счёт чего ей это удаётся. Если рынок растёт, а компания теряет долю, нужно понять, почему клиенты уходят к конкурентам. Отраслевые цифры не дают ответов, но помогают задавать правильные вопросы.

Покажем на условном примере, как крупные сделки искажают общую картину. Допустим, весь рынок за год заключил новых договоров на три триллиона рублей, а в следующем году одна из крупных компаний оформила лизинг пар-

тии самолётов на сто пятьдесят миллиардов. Одна эта сделка добавляет к росту рынка пять процентных пунктов, хотя для тысяч перевозчиков и строителей ничего не изменилось. Если в том же году автолизинг сократился на десять процентов, а общий рынок вырос на два, заголовки будут говорить о росте, а компании розничного сегмента будут переживать спад. Именно поэтому опытные аналитики смотрят на динамику по сегментам, а не на итоговую строку.

Ещё один полезный показатель — отношение объёма нового бизнеса лизинговых компаний к инвестициям в основной капитал по экономике в целом. Он показывает, какую часть вложений в технику, оборудование и здания бизнес финансирует через лизинг. Если доля растёт, значит, лизинг отвоёвывает место у кредитов и собственных средств, если падает — уступает. Этот показатель иногда приводят в отраслевых обзорах, и он полезен для понимания долгосрочных тенденций. Для решения о покупке конкретной облигации он, конечно, вторичен.

Чем российский лизинг отличается от зарубежного? Первое и главное отличие — доминирование финансового лизинга. В развитых странах значительную часть рынка занимает операционная аренда, где лизингодатель забирает технику по окончании договора и сам распоряжается ею дальше. В России почти все договоры заканчиваются выкупом, и лизинговые компании выступают в роли финансистов, а не управляющих парками техники. Исключения есть, напри-

мер в авиации, вагонах и корпоративных автопарках, но они остаются исключениями.

У такого положения дел есть несколько причин. Операционная аренда требует развитого вторичного рынка техники с предсказуемыми ценами, а в России цены на подержанную технику сильно зависят от курса рубля, пошлин и других внешних факторов, о чём пойдёт речь в девятой главе. Кроме того, операционная модель требует длинных и дешёвых денег, а российские лизинговые компании традиционно финансировались относительно короткими и дорогими деньгами. Наконец, клиенты сами чаще предпочитают выкупать технику, а не возвращать её. Всё это делает финансовый лизинг естественной моделью для российского рынка.

Второе отличие — масштаб относительно экономики. В ряде развитых стран лизинг финансирует заметную долю всех инвестиций в оборудование и транспорт, а в России эта доля, по оценкам участников рынка, ниже. Это может означать, что у отрасли есть потенциал роста, если экономика будет развиваться, а доступ к длинным деньгам улучшится. Впрочем, сравнение с другими странами всегда условно, ведь налоговые системы, правовые традиции и банковские рынки различаются. Прогнозы о том, что российский лизинг непременно догонит зарубежный по доле в экономике, стоит воспринимать с осторожностью.

Третье отличие касается инструментов финансирования. Крупные зарубежные лизингодатели давно привыкли прода-

вать пакеты своих договоров инвесторам через секьюритизацию, а также занимать на международных рынках капитала на десять-двадцать лет. Российские компании такими возможностями пользуются гораздо реже: секьюритизация лизинговых платежей остаётся единичным явлением, а облигации редко размещаются на срок больше пяти лет. Отсюда и относительно короткий горизонт российских лизингодателей, и их зависимость от банковских кредитов. Об источниках денег подробно пойдёт речь в двенадцатой главе.

Четвёртое отличие связано с вторичным рынком самих договоров. За рубежом лизинговые портфели нередко продаются целиком от одной компании другой, когда игрок решает уйти из сегмента или сосредоточиться на другом. В России такие сделки тоже случаются, особенно при смене стратегии банков, но рынок портфелей менее развит. Это значит, что российской лизинговой компании в трудный момент сложнее быстро продать часть портфеля и получить деньги. Ликвидность её главного актива ниже, чем у зарубежного аналога.

Теперь о регулировании, которое заметно отличает лизинговые компании от банков. После отмены лицензирования в 2002 году лизингодатели не имеют отдельного надзорного органа, который проверял бы их финансовую устойчивость. Банк России не устанавливает для них нормативы капитала и ликвидности, как для банков, не проверяет их кредитную политику и не может отозвать у них лицензию, потому что

лицензии нет. Лизинговые компании, выпустившие облигации, подчиняются общим правилам рынка ценных бумаг и раскрытия информации эмитентами. Это не то же самое, что пруденциальный надзор.

Разница с соседними финансовыми отраслями здесь особенно бросается в глаза. Микрофинансовые организации, которые тоже выдают займы малому бизнесу и гражданам, находятся под надзором Банка России, соблюдают его нормативы и могут быть исключены из реестра. Об их устройстве подробно рассказано в книге серии о финансовом секторе за пределами банков. Лизинговая компания, финансирующая того же самого предпринимателя на ту же сумму, но через передачу ему машины, подобным требованиям не подчиняется. Объяснение простое: лизингодатель защищён правом собственности на предмет и не принимает деньги граждан на хранение.

Что заменяет инвестору отсутствие надзора? Во-первых, раскрытие информации, которое обязательно для всех эмитентов облигаций. Во-вторых, кредитные рейтинги, которые присваивают аккредитованные рейтинговые агентства и которые фактически играют роль внешней проверки финансового положения. В-третьих, требования банков-кредиторов, которые закладывают в кредитные договоры финансовые ограничения и следят за их соблюдением. Эти механизмы работают неплохо для крупных и средних компаний, но для небольших игроков без рейтинга и с короткой историей

защита гораздо слабее.

Тем не менее определённые обязанности у лизингодателей есть. Они относятся к организациям, на которые распространяется законодательство о противодействии отмыванию доходов, поэтому должны вставать на учёт в Федеральной службе по финансовому мониторингу, идентифицировать клиентов и сообщать о подозрительных операциях. С середины 2010-х годов лизинговые компании обязаны публиковать на Федресурсе сведения о заключённых договорах финансовой аренды и об их изменениях. Эти публикации делают рынок прозрачнее и помогают выявлять случаи, когда одно и то же имущество передают в лизинг дважды или в залог разным кредиторам.

Вопрос о более строгом регулировании отрасли обсуждается давно. Банк России и Министерство финансов неоднократно высказывались за то, чтобы распространить на крупные лизинговые компании требования, похожие на банковские: нормативы достаточности капитала, обязательную отчётность перед регулятором, требования к управлению рисками. Звучали и предложения о создании саморегулируемых организаций в отрасли. На момент написания книги окончательная модель регулирования, насколько известно, не сложилась, и её параметры могут измениться. Инвестору стоит следить за этой темой, потому что новые правила способны заметно изменить экономику отрасли.

Как может повлиять на инвестора введение регулирова-

ния? С одной стороны, требования к капиталу сделают лизинговые компании устойчивее, и держатели их облигаций получат дополнительную защиту. С другой стороны, компаниям, у которых капитала мало, придётся либо привлекать его через допэмиссии, либо замедлять рост, либо уходить с рынка. Небольшие игроки из длинного хвоста могут не выдержать новых требований, и рынок станет ещё более концентрированным. Для акционеров регулирование может означать меньшие дивиденды в переходный период, потому что больше прибыли придётся оставлять в компании.

Посмотрим на типичные заблуждения, связанные с рынком лизинга. Первое из них — считать, что все лизинговые компании примерно одинаковы. Как мы увидели, рынок состоит из очень разных бизнесов: государственных компаний с особыми задачами, банковских дочек с дешёвым фондированием, крупных частных игроков и сотен небольших компаний. Сравнивать облигации государственного лизингодателя и маленькой региональной компании так же бессмысленно, как сравнивать облигации федерального займа с бумагами начинающего застройщика. Первое, что стоит выяснить о любой лизинговой компании, — к какой группе она относится.

Второе заблуждение связано с регулированием. Некоторые инвесторы по привычке полагают, что раз лизинговая компания — финансовая организация, за ней следит Банк России так же строго, как за банками. Это не так, и надеяться

на то, что регулятор вовремя заметит проблемы и примет меры, не стоит. Ответственность за оценку компании лежит на инвесторе, а также на рейтинговых агентствах и банках-кредиторах. Отсутствие надзора не делает лизинговые компании опасными, но требует более внимательного анализа.

Третье заблуждение — доверять цифрам о рынке без проверки методики. Встретив в новостях сообщение о том, что рынок лизинга вырос на сорок процентов, инвестор может решить, что для отрасли настали золотые времена. На деле такой рост может объясняться одной-двумя гигантскими сделками с самолётами или вагонами, а розничный сегмент в это время может сокращаться. Отраслевые цифры всегда стоит раскладывать по сегментам, прежде чем делать выводы. Для компании, работающей с грузовиками, важна динамика грузового автолизинга, а не рынка в целом.

Вера вернулась от дяди Аркадия поздно вечером, и по дороге домой думала о том, как много изменилось за тридцать лет. От первых неуклюжих сделок, о которых никто толком не знал, рынок вырос до огромной отрасли с сотнями компаний и триллионными портфелями. При этом многие черты, заложенные в девяностые и двухтысячные, сохранились: доминирование финансового лизинга, ведущая роль банков и государства, мягкое регулирование. Вера поняла, что, выбирая облигацию лизинговой компании, она выбирает не просто эмитента, а определённое место на этой карте.

На прощание дядя Аркадий дал ей совет, который пока-

зался Вере старомодным, но очень точным. Он сказал, что за тридцать лет видел, как появлялись и исчезали десятки компаний, и выживали всегда те, кто знал свою технику и своих клиентов лучше конкурентов. Компании, которые брались финансировать всё подряд, лишь бы расти, в кризис первыми оказывались в беде. По его словам, ему хватало пяти минут разговора с руководителем лизинговой компании, чтобы понять, разбирается ли тот в станках, которые финансирует. У Веры такой возможности нет, но она решила искать ответ на тот же вопрос в отчётности и презентациях.

Совет дяди перекликается с тем, что показывает история рынка в целом. Специализация на понятных сегментах, знание вторичного рынка техники и дисциплина в отборе клиентов отличали компании, пережившие несколько циклов. Универсальные игроки без собственной экспертизы, выросшие на волне лёгких денег, уходили с рынка или переходили к более сильным владельцам. Эта закономерность будет не раз проявляться в следующих главах. Держите её в голове, когда будете читать описание бизнеса любой лизинговой компании, особенно если она обещает быстрый рост сразу во всех сегментах.

Подведём итог всему, что мы узнали в четвёртой главе. Современный лизинг сложился за рубежом в середине двадцатого века, а в России получил правовую основу в 1998 году, когда страна присоединилась к Оттавской конвенции и приняла закон о финансовой аренде. Отмена лицензиро-

вания в 2002 году открыла рынок для множества компаний, а банки и государство стали главными владельцами крупнейших лизингодателей. Рынок делится на сегменты с очень разной экономикой, сильно сконцентрирован и почти полностью состоит из финансового лизинга. Отрасль пока не имеет пруденциального надзора, но обязана соблюдать правила противодействия отмыванию доходов и публиковать сведения о договорах на Федресурсе, а вопрос о более строгом регулировании остаётся открытым.

На следующий день Вера снова открыла сайт «Окского лизинга» и стала искать, кому принадлежит компания. В разделе для инвесторов она нашла структуру группы, где фигурировали несколько юридических лиц и фамилия основателя. Банка среди владельцев не было, государства тоже. Вера задумалась, хорошо это или плохо, и есть ли у компании кто-то, кто поддержит её в трудный момент. В следующей главе мы разберёмся, кто стоит за лизинговыми компаниями и почему для инвестора это так важно.

Глава 5. Кто стоит за лизинговой компанией

Вера сидела за рабочим столом в поликлинике во время обеденного перерыва и третий раз перечитывала одну и ту же страницу. Это был раздел годовой отчётности «Окского лизинга» под названием «Связанные стороны», и речь в нём шла о том, кто контролирует компанию. Оказалось, что шестьдесят два процента акций принадлежат холдинговой компании, которой, в свою очередь, владеет основатель «Окского лизинга» Павел Андреевич Зимин. Ещё пять процентов были у менеджмента, а оставшиеся тридцать три процента находились в свободном обращении на бирже после размещения акций. Вера задумалась, что из этого следует для неё как для возможного владельца облигаций.

Её коллега по бухгалтерии, Нина Сергеевна, заглянув через плечо, заметила, что сама держит облигации лизинговой компании, которая принадлежит крупному банку. По её словам, это надёжнее, потому что за спиной стоит банк, который не даст дочке пропасть. Вера не была уверена, что всё так просто, и решила разобраться. Ведь если владелец так важен, то нужно понимать, какие бывают владельцы, чем они помогают своим компаниям и когда эта помощь заканчивается. Этому вопросу и посвящена пятая глава.

Владелец лизинговой компании влияет на неё сильнее, чем владелец обычного промышленного предприятия. Причина в том, что лизинговый бизнес почти целиком построен на заёмных деньгах, а условия, на которых компания занимает, во многом зависят от того, кто за ней стоит. Сильный владелец открывает доступ к дешёвому фондированию, может поддержать компанию капиталом в трудный момент и придаёт уверенности кредиторам. Слабый или непрозрачный владелец, наоборот, повышает стоимость денег и может сам стать источником риска. Для инвестора вопрос «чья это компания» — один из первых, на которые нужно ответить.

Представьте, что вы собираетесь одолжить деньги молодому человеку, который хочет открыть автосервис. Если его отец владеет сетью автосалонов и известен в городе как человек слова, вы, вероятно, согласитесь на меньший процент, рассчитывая, что семья не допустит позора. Если молодой человек пришёл один и ничего не рассказывает о своём окружении, вы потребуете больше гарантий и больший процент. При этом сама идея автосервиса может быть одинаково хорошей в обоих случаях. Лизинговые компании в глазах кредиторов похожи на таких молодых предпринимателей: оценивают не только их дело, но и семью.

Первая и самая многочисленная среди крупных игроков группа — дочерние компании банков. Как мы говорили в четвёртой главе, в двухтысячные годы почти каждый крупный банк обзавёлся собственной лизинговой компанией, и

многие из них входят сегодня в число лидеров рынка. Главное преимущество такой компании — доступ к деньгам материнского банка. Банк может кредитовать свою дочку по ставкам, близким к собственной стоимости фондирования, а она, в свою очередь, предлагает клиентам условия, с которыми независимым игрокам трудно конкурировать.

Помимо денег, банк приносит дочерней компании клиентов. Предприятия, обслуживающиеся в банке, получают предложение о лизинге прямо от своего банковского менеджера, и лизинговой компании не приходится тратить деньги на их привлечение. Банк знает финансовое положение этих клиентов по движению средств на их счетах, и эта информация помогает лизинговой компании точнее оценивать риски. Кроме того, банковская дочка пользуется системами управления рисками, внутренним аудитом и юридической службой материнского банка. Всё это делает её бизнес дешевле и, как правило, дисциплинированнее.

У этой медали есть и обратная сторона. Банковская лизинговая компания полностью зависит от стратегии материнского банка. Если банк решит сократить лизинговое направление, сосредоточиться на других бизнесах или продать дочку, её положение может резко измениться. Если сам банк столкнётся с трудностями, он может сократить финансирование дочки или даже забрать у неё деньги, чтобы спасти себя. Независимости у такой компании немного, и её судьба пишется в другом офисе.

Есть у банковского владения и менее очевидное достоинство. Банк вместе со своими дочерними компаниями образует банковскую группу, и Банк России следит за устойчивостью этой группы в целом. Если лизинговая дочка набирает слишком много риска, это отражается на показателях группы, и банку приходится держать под неё больше капитала. Поэтому материнский банк обычно не позволяет своей лизинговой компании вести слишком рискованную политику: надзор над банком косвенно дисциплинирует и её. Прямого надзора над лизинговой компанией нет, но строгий взгляд регулятора на банк до неё всё же дотягивается.

Облигации банковских лизинговых компаний обычно предлагают невысокие купоны, близкие к купонам самих материнских банков. Рынок оценивает их кредитный риск с оглядкой на банк, и часто рейтинговые агентства присваивают таким компаниям рейтинг, лишь немного уступающий рейтингу материнской структуры. Для инвестора, который ищет надёжность и готов принять умеренную доходность, это разумный выбор. Для того, кто ищет высокий купон, такие облигации обычно неинтересны. Многие банковские дочки вообще не размещают облигаций, полностью финансируясь у материнского банка.

Вторая группа — государственные лизинговые компании, о происхождении которых мы говорили в предыдущей главе. Их владельцем выступает государство напрямую или через государственные корпорации и институты развития. Та-

кие компании получают деньги из федерального бюджета через взносы в капитал, привлекают средства государственных фондов, пользуются субсидиями на компенсацию процентных ставок. Их кредитный рейтинг обычно находится на уровне, близком к суверенному, а облигации по доходности приближаются к государственным.

Для держателя облигаций государственное владение — серьёзная опора. История показывает, что государство, как правило, поддерживает свои стратегически важные компании: увеличивает их капитал, предоставляет гарантии, помогает рефинансировать долги. Однако эта поддержка не безусловна и не мгновенна, а её объём зависит от того, насколько компания важна для решения государственных задач. Для акционера государственное владение означает другое: компания нередко выполняет некоммерческие задачи, а её дивидендная политика подчиняется решениям государства. Как устроены такие решения и как они влияют на миноритариев, подробно разобрано в книге серии о компаниях с госучастием.

Финансовые показатели государственных лизингодателей стоит читать с поправкой на их миссию. Компания, которая поставляет технику аграриям по льготной ставке ниже рыночной, неизбежно показывает низкую рентабельность, и это не признак плохого управления. Компания, которая финансирует отечественные самолёты, ещё не доказавшие свою надёжность в эксплуатации, берёт на себя технологический

риск, который частный игрок брать бы не стал. Регулярные взносы государства в капитал покрывают эти издержки. Сравнивать такие компании с частными по привычным показателям рентабельности бессмысленно.

Для частного инвестора облигации государственных лизингодателей интересны как спокойная альтернатива государственным облигациям с небольшой надбавкой к доходности. Выпуски таких компаний обычно крупные, хорошо торгуются на бирже, а сроки бывают длиннее, чем у частных игроков. Иногда по ним предусмотрены государственные гарантии, и тогда риск фактически равен риску самого государства. Высоких купонов здесь ждать не стоит, но и бессонных ночей такие облигации, как правило, не доставляют.

Третья группа — так называемые кэптивные лизинговые компании, которые принадлежат производителям техники. Крупные производители грузовиков, сельскохозяйственных машин, строительной техники создают собственные лизинговые компании, чтобы помогать своим дилерам продавать продукцию. Клиент, который приходит к дилеру за трактором, сразу получает предложение лизинга от компании производителя, часто с особыми условиями. Слово «кэптивный» означает «пленный» и хорошо передаёт суть: такая компания обслуживает прежде всего свою материнскую структуру.

У кэптивных лизингодателей есть свои сильные стороны. Они лучше всех разбираются в технике своего производите-

ля, знают её типичные поломки, сроки службы и реальные цены на вторичном рынке. Производитель часто поддерживает их скидками, программами обратного выкупа изъятой техники и гарантиями по остаточной стоимости. Если клиент перестаёт платить, кэптивная компания может вернуть технику дилеру, который отремонтирует её и продаст снова. Всё это снижает потери от неплатежей.

Слабые стороны кэптивной модели вытекают из того же источника. Задача такой компании — продавать технику производителя, и под давлением планов продаж она может одобрять сделки с клиентами, которым осторожный независимый лизингодатель отказал бы. Если продажи материнской компании падают, вместе с ними сжимается и портфель лизинговой дочки. Наконец, весь портфель привязан к одной марке, и если у этой марки возникнут проблемы, например падение спроса или проблемы с запчастями, лизинговая компания пострадает вместе с производителем. Диверсификации здесь нет по определению.

Посмотрим, как работает типичная гарантия обратного выкупа. Допустим, кэптивная компания передала клиенту трактор стоимостью десять миллионов рублей, и через год клиент перестал платить, оставив долг в шесть миллионов. По соглашению с производителем дилер обязан выкупить изъятую технику по заранее оговорённой цене, скажем, за пять с половиной миллионов. Лизинговая компания теряет полмиллиона вместо двух-трёх, которые потеряла бы при са-

мостоятельной продаже трактора на вторичном рынке. Такие гарантии сильно снижают потери, но работают только пока производитель и его дилеры сами платёжеспособны.

Четвёртая группа — независимые частные лизинговые компании. Их создавали предприниматели, иногда выходцы из банков или из крупных лизинговых компаний, которые решили построить собственный бизнес. «Окский лизинг» относится именно к этой группе. Частные лизингодатели не имеют доступа к дешёвым деньгам банка или государства, поэтому вынуждены финансироваться через кредиты сторонних банков и облигации. Чтобы конкурировать с банковскими дочками, они делают ставку на скорость, гибкость, сервис и знание определённых ниш.

Именно независимые частные компании составляют основу предложения лизинговых облигаций на бирже. Им облигационный рынок нужен больше, чем кому-либо, ведь без него они зависят от лимитов, которые им выделяют банки. Купоны по их облигациям обычно выше, чем у банковских и государственных лизингодателей, и именно здесь частный инвестор находит привлекательную доходность. Среди частных компаний встречаются как крупные и устойчивые, с многолетней историей и хорошими рейтингами, так и небольшие игроки с высоким риском. Внутри этой группы различия особенно велики.

Главный риск частной лизинговой компании — зависимость от основателя и узкой команды управленцев. Если всё

держится на одном человеке, его уход, болезнь или конфликт с партнёрами могут дестабилизировать бизнес. Кроме того, частный владелец, в отличие от банка или государства, не обязательно располагает большими деньгами для поддержки компании в кризис. Его личное состояние может быть целиком вложено в ту же компанию. Поэтому для частного лизингодателя особенно важны собственный капитал, качество управления и прозрачность.

Качество управления можно оценить и по формальным признакам. Есть ли у компании совет директоров, в котором заседают не только основатель и его заместители, но и независимые члены с опытом в финансах? Публикует ли она отчётность по международным стандартам, проверенную аудитором с хорошей репутацией? Есть ли у неё отдельное подразделение управления рисками, подчинённое не продажам, а руководству или совету? Сами по себе эти признаки ничего не гарантируют, но их отсутствие у компании, которая привлекает с рынка миллиарды рублей, настораживает.

Интересы частного владельца и кредиторов могут как совпадать, так и расходиться. Если основатель вложил в компанию большую часть своего состояния и намерен передать бизнес детям, он будет беречь её устойчивость не хуже любого облигационера. Если же он рассматривает компанию как инструмент быстрого заработка и планирует выйти из неё через несколько лет, у него появляется соблазн выжать из неё как можно больше дивидендов и рискованного роста. По-

нять мотивацию владельца по отчётности непросто, но кое-что можно увидеть: как давно он в бизнесе, сколько прибыли оставляет в компании, как ведёт себя в трудные годы. Компании, где основатель десятилетиями сохраняет контроль и реинвестирует прибыль, обычно заслуживают большего доверия.

Выход частной компании на биржу со своими акциями тоже меняет картину. Публичная компания обязана раскрывать больше информации, у неё появляются независимые директора, а владелец становится подотчётен миноритарным акционерам и рынку. Каждый неудачный шаг тут же отражается на котировках, и это дисциплинирует менеджмент. Для держателей облигаций публичность владельца обычно полезна, хотя и не устраняет всех рисков. Особенностям акций лизинговых компаний посвящена девятнадцатая глава.

Пятая группа менее заметна, но встречается регулярно. Речь идёт о лизинговых компаниях, которые входят в промышленные, транспортные или торговые группы и обслуживают прежде всего своих собратьев по группе. Например, крупный перевозчик создаёт лизинговую компанию, которая покупает грузовики и передаёт их в лизинг транспортным компаниям той же группы. Такая структура бывает удобна с налоговой и организационной точки зрения. Иногда группа выпускает облигации именно через лизинговую компанию, потому что так проще привлечь инвесторов, которые привыкли к лизинговым эмитентам.

Для инвестора такие компании таят особую ловушку. На первый взгляд это обычный лизингодатель с портфелем грузовиков, но по сути его кредитный риск — это риск одной группы, которая одновременно владеет компанией и является её главным клиентом. Если дела в группе пойдут плохо, лизинговая компания потеряет и клиента, и поддержку владельца одновременно. Диверсификации клиентов, которой славится лизинговый бизнес, здесь нет. Анализировать облигацию такой компании нужно как облигацию самой группы.

Как понять, что лизинговая компания обслуживает в основном связанные стороны? Главный источник — раздел «Связанные стороны» в отчётности по международным стандартам. Там раскрываются операции с акционерами, компаниями под общим контролем, ключевым управленческим персоналом. Если значительная доля чистых инвестиций в лизинг приходится на компании под общим контролем с лизингодателем, это сигнал. Второй источник — Федресурс, где по каждому договору лизинга указан лизингополучатель, и можно посмотреть, не связаны ли крупнейшие клиенты с владельцем.

Сделки со связанными сторонами опасны не только концентрацией. Через них владелец может выводить деньги из компании: передавать технику связанным фирмам по заниженной ставке, финансировать их проекты, которые не прошли бы обычную проверку, откладывать взыскание просро-

ченных платежей. Кредиторы лизинговой компании в таких случаях фактически финансируют бизнес владельца на худших для себя условиях. Добросовестные компании раскрывают такие операции подробно и держат их долю небольшой. Недобросовестные прячут их за цепочками посредников.

Посчитаем, во что может обойтись кредиторам такая щедрость к своим. Допустим, компания с портфелем сорок миллиардов рублей и средней доходностью договоров двадцать два процента передаёт два миллиарда из этого портфеля фирмам владельца под двенадцать процентов. На этих двух миллиардах она недополучает десять процентных пунктов, то есть двести миллионов рублей в год. Для компании с годовой прибылью около миллиарда это минус пятая часть прибыли, которая тихо уходит владельцу мимо всех акционеров и кредиторов. При этом в отчётности такие договоры могут выглядеть совершенно обычными, если не искать их специально.

Есть и ещё одна разновидность сделок со связанными сторонами — займы, выданные лизинговой компанией своим акционерам или их фирмам. Формально это не лизинг, а просто финансовые вложения, однако деньги для них взяты у тех же банков и облигационеров. Если владелец испытывает трудности в другом бизнесе, такие займы могут стать способом переложить его проблемы на кредиторов лизинговой компании. В отчётности их стоит искать в статьях о прочих финансовых активах и в разделе о связанных сторонах. Где

ещё могут прятаться деньги в отчётности лизингодателя, мы подробно разберём в седьмой главе.

Теперь о том, как найти конечного владельца любой лизинговой компании. Первое место, куда стоит заглянуть, — отчётность по международным стандартам, где обычно указывается материнская компания и конечная контролирующая сторона. Второе — проспект ценных бумаг или программа облигаций, которые компания публикует перед размещением. В проспекте описана структура собственности, состав совета директоров и менеджмента, а также риски, связанные с владельцами. Третье — выписка из Единого государственного реестра юридических лиц, где можно проследить цепочку участников обществ.

Бывает, что цепочка собственности обрывается на иностранной компании или на структуре, о владельцах которой ничего не известно. В последние годы часть эмитентов воспользовалась правом сократить раскрытие информации, в том числе о составе владельцев. Это не всегда означает что-то плохое, однако инвестор в таком случае получает меньше сведений для оценки. Если вы не можете понять, кто в конечном счёте контролирует компанию, которой собираетесь одолжить деньги, это само по себе повод для осторожности или требования повышенной доходности. У непрозрачности на долговом рынке всегда есть своя цена.

Полезно посмотреть и на историю собственности. Компания, которая сменила нескольких владельцев за короткий

срок, могла переходить из рук в руки по разным причинам: продажа неудачного бизнеса, перераспределение активов внутри группы, вход нового стратегического инвестора. Каждая смена владельца несёт с собой смену стратегии, управленцев, источников финансирования. Стабильный круг владельцев на протяжении многих лет обычно говорит о том, что бизнес устраивает его хозяев. Информацию о смене владельцев можно найти в архиве существенных фактов эмитента.

Отдельно стоит присмотреться к тому, кто управляет компанией каждый день. Состав правления, опыт генерального и финансового директоров, их прежние места работы обычно описаны в проспекте и на сайте компании. Руководитель, который двадцать лет проработал в лизинге и пережил несколько кризисов, внушает больше доверия, чем вчерашний продавец автомобилей, внезапно возглавивший финансовую компанию. Частая смена финансовых директоров — тревожный знак, который нередко предшествует проблемам с отчётностью или с кредиторами. Эти сведения не попадут в расчёты, но многое скажут о культуре компании.

Не менее важен для частной компании и вопрос преемственности. В частных лизинговых компаниях, особенно средних и небольших, основатель часто остаётся ключевой фигурой, на которой держатся отношения с банками, крупными клиентами и поставщиками. Если у такой компании нет сильной второй линии руководителей, любые перемены

в судьбе основателя могут дорого ей обойтись. Рейтинговые агентства прямо отмечают этот риск в своих отчётах, называя его зависимостью от ключевых лиц. Для инвестора это не повод отказываться от облигаций, но повод учитывать риск в требуемой доходности.

Перейдём к самому важному для облигационера вопросу: что на деле означает поддержка владельца? Многие инвесторы рассуждают так же, как коллега Веры: раз за компанией стоит богатый владелец, он не даст ей обанкротиться. Однако между желанием помочь и обязанностью помочь лежит огромная дистанция. У владельца нет юридической обязанности спасать свою дочернюю компанию, если он не взял на себя такое обязательство явно. Ответственность акционера общества ограничена его вкладом в капитал.

Явные формы поддержки, на которые инвестор может опереться, хорошо известны. Самая сильная из них — поручительство или оферта материнской компании по облигациям: в этом случае владелец юридически обязан заплатить держателям, если дочерняя компания не сможет. Сведения о поручительстве указываются в документах выпуска, и в таких случаях кредитный риск облигации фактически становится риском поручителя. Вторая форма — субординированные займы владельца, которые в случае банкротства возвращаются после требований других кредиторов и потому служат для них дополнительной подушкой. Третья форма — взносы в капитал, которые прямо увеличивают запас проч-

ности компании.

Неявные формы поддержки весомы куда меньше. К ним относятся заявления владельца о стратегической важности дочерней компании, письма поддержки, общий бренд, совпадение названий. Рейтинговые агентства учитывают такие факторы, но оценивают вероятность поддержки, а не её гарантию. В отчётах агентств часто встречается формулировка вроде «рейтинг учитывает высокую вероятность поддержки со стороны материнской компании», и полезно понимать, что за этим стоит мнение аналитика, а не договор. Если поддержка не закреплена юридически, она может не прийти.

Конец ознакомительного фрагмента.

Текст предоставлен ООО «Литрес».

Прочитайте эту книгу целиком, купив полную легальную версию на Литрес.

Безопасно оплатить книгу можно банковской картой Visa, MasterCard, Maestro, со счета мобильного телефона, с платежного терминала, в салоне МТС или Связной, через PayPal, WebMoney, Яндекс.Деньги, QIWI Кошелек, бонусными картами или другим удобным Вам способом.